

**TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN**  
**KHOA NGÂN HÀNG - TÀI CHÍNH**

**Chủ biên: TS. Lưu Thị Hương**

**GIÁO TRÌNH**  
**TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP**  
(Tái bản lần thứ nhất có sửa chữa, bổ sung)

**NHÀ XUẤT BẢN GIÁO DỤC - 2002**

**TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ QUỐC DÂN**  
**KHOA NGÂN HÀNG - TÀI CHÍNH**

**Chủ biên: TS. Lưu Thị Hương**

*Các tác giả:* TS. Lưu Thị Hương; TS. Vũ Duy Hào  
TS. Phạm Quang Trung; TS. Nguyễn Văn Định  
TS. Đàm Văn Huệ; Ths. Trần Đăng Khâm  
Ths. Nguyễn Quang Ninh - Nguyễn Đức Hiền

**GIÁO TRÌNH**  
**TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP**

**(Tái bản lần thứ nhất, có sửa chữa và bổ sung)**

**NHÀ XUẤT BẢN GIÁO DỤC - 2002**

## LỜI GIỚI THIỆU

Sự tồn tại và phát triển của các doanh nghiệp trong nền kinh tế thị trường phụ thuộc vào rất nhiều nhân tố như môi trường kinh doanh, trình độ quản lý của các nhà doanh nghiệp, đặc biệt là trình độ quản lý tài chính. Những kiến thức mới về quản lý tài chính doanh nghiệp trong nền kinh tế thị trường là một trong những nội dung quan trọng trong chương trình đào tạo sinh viên các trường đại học kinh tế và cũng là một đòi hỏi bức thiết đối với các nhà quản lý doanh nghiệp Việt Nam hiện nay. Do vậy, năm 1998, Khoa Ngân hàng - Tài chính, Trường Đại học Kinh tế Quốc dân đã xuất bản **Giáo trình Tài chính doanh nghiệp** do TS. Lưu Thị Hương làm chủ biên.

Trong giáo trình, các tác giả tiếp cận vấn đề theo một cách khác so với các cách tiếp cận thông thường về tài chính doanh nghiệp. Từ một tầm nhìn tổng quát về tài chính doanh nghiệp, các tác giả đã trình bày nội dung và phương pháp phân tích tài chính doanh nghiệp, phát hiện những vấn đề cần phải giải quyết liên quan đến từng vấn đề của hoạt động tài chính doanh nghiệp.

Những nội dung về quản lý tài chính doanh nghiệp được trình bày trong giáo trình đã đảm bảo tính khoa học, tính tổng hợp nên có thể áp dụng đối với mọi loại hình doanh nghiệp không phân biệt hình thức sở hữu cũng như quy mô. Cuốn giáo trình là một tài liệu học tập hữu ích đối với sinh viên trong các trường đại học kinh tế, đồng thời giúp các nhà quản lý doanh nghiệp hình thành tư duy và phương pháp tiếp cận mới, có khả năng đưa ra các quyết định tài chính tối ưu. Bởi vậy, trong giáo trình này các tác giả chỉ tập trung vào những vấn đề lý luận cơ bản về quản lý tài chính doanh nghiệp trong nền kinh tế thị trường, những vấn đề thực tiễn ở Việt Nam sẽ được các giảng viên liên hệ trong các bài giảng phù hợp với từng đối tượng.

Với mục tiêu nâng cao chất lượng đào tạo, đáp ứng tốt yêu cầu giảng dạy, nghiên cứu khoa học và ứng dụng trong quản lý tài chính của các doanh nghiệp hiện nay, Hội đồng khoa học Trường Đại học Kinh tế Quốc dân đã chỉ đạo Khoa Ngân hàng - Tài chính và tập thể tác giả tiến hành bổ sung,

hoàn thiện giáo trình.

Cuốn *Giáo trình tài chính doanh nghiệp* tái bản lần này đã kế thừa cuốn giáo trình đã xuất bản trước đây, ngoài ra tập thể tác giả đã tiến hành bổ sung nhiều nội dung quan trọng trong tài chính doanh nghiệp như: *doanh thu, chi phí và lợi nhuận của doanh nghiệp; quản lý tài sản trong doanh nghiệp; vấn đề về tái cấu trúc doanh nghiệp trên giác độ tài chính*. Nội dung các chương trong giáo trình được bổ sung, sắp xếp một cách logic, tổng hợp và khoa học hơn.

***Kết cấu Giáo trình tài chính doanh nghiệp tái bản lần này bao gồm 10 chương:***

**Chương 1: Tổng quan về tài chính doanh nghiệp**

Nội dung của chương đề cập tới những ý tưởng cơ bản, cơ sở khoa học của hoạt động tài chính doanh nghiệp cũng như tầm quan trọng, nội dung, mục tiêu, nguyên tắc và bộ máy quản lý tài chính doanh nghiệp.

**Chương 2: Phân tích tài chính doanh nghiệp**

Trong chương này, các tác giả trình bày các nội dung của phân tích tài chính doanh nghiệp từ mục tiêu, phương pháp thu thập thông tin đến phương pháp và nội dung phân tích tài chính.

**Chương 3: Quản lý nguồn vốn của doanh nghiệp**

Vấn đề quản lý nguồn vốn của doanh nghiệp được các tác giả tiếp cận một cách cơ bản, logic từ xem xét tổng quan về vốn của doanh nghiệp đến các nguồn vốn, phương thức huy động và quản lý.

**Chương 4: Quản lý đầu tư của doanh nghiệp.**

Trong Chương 4, các tác giả đã đề cập toàn diện đến các nội dung trong quản lý đầu tư doanh nghiệp: *đầu tư và vai trò của hoạt động đầu tư đối với doanh nghiệp; các chỉ tiêu phân tích tài chính dự án đầu tư; vấn đề xác định luồng tiền của dự án đầu tư; phân tích và đánh giá dự án; vấn đề đầu tư chứng khoán của doanh nghiệp*.

**Chương 5: Doanh lợi, rủi ro trong hoạt động đầu tư**

**Chương 6: Vốn và cơ cấu vốn**

**Chương 7:** *Chương này các tác giả đề cập đầy đủ các nội dung về*

*doanh thu, chi phí và lợi nhuận của doanh nghiệp cũng như nghiên cứu một số loại thuế chủ yếu đối với doanh nghiệp.*

**Chương 8: Quản lý tài sản trong doanh nghiệp**

Nội dung của chương bao gồm: *quản lý tài sản lưu động, quản lý tài sản cố định và quỹ khấu hao.*

**Chương 9: Kế hoạch hoá tài chính doanh nghiệp.**

Cuối cùng, vấn đề tái cấu trúc doanh nghiệp được trình bày trong Chương 10. Chương này các tác giả nghiên cứu vấn đề **tái cấu trúc doanh nghiệp** dưới góc độ tài chính và tập trung vào các nội dung như: *sáp nhập và mua lại doanh nghiệp; thanh lý và phá sản doanh nghiệp.*

Mặc dù tập thể tác giả đã đầu tư nhiều thời gian và công sức cho lần tái bản, song giáo trình có thể còn thiếu sót, chúng tôi mong nhận được ý kiến đóng góp, bổ sung để lần tái bản sau được hoàn chỉnh hơn.

*Xin trân trọng giới thiệu cùng bạn đọc.*

*Hà Nội, ngày 20 tháng 05 năm 2002*

**GS.TS.NGŨT. Nguyễn Đình Hương**  
*Hiệu trưởng Trường Đại học Kinh tế Quốc dân*

## CHƯƠNG 1

# TỔNG QUAN VỀ TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Tài chính doanh nghiệp là gì và vai trò của quản lý tài chính trong doanh nghiệp quan trọng như thế nào? Mục tiêu của quản lý tài chính là gì? Hoạt động tài chính doanh nghiệp không thể tách rời các quan hệ trao đổi tồn tại giữa các doanh nghiệp, các đơn vị kinh tế, do đó, không thể xem xét tài chính của các doanh nghiệp nếu không đặt chúng trong một môi trường nhất định. Đó là những vấn đề trọng tâm cần được làm rõ trước khi nghiên cứu tài chính doanh nghiệp và quản lý tài chính doanh nghiệp. Đây cũng chính là những nội dung chủ yếu được đề cập trong chương này.

### 1.1. Doanh nghiệp

#### 1.1.1. Khái niệm và phân loại

Doanh nghiệp là chủ thể kinh tế độc lập, có tư cách pháp nhân, hoạt động kinh doanh trên thị trường nhằm làm tăng giá trị của chủ sở hữu.

Doanh nghiệp là một cách thức tổ chức hoạt động kinh tế của nhiều cá nhân. Có nhiều hoạt động kinh tế chỉ có thể thực hiện được bởi các doanh nghiệp chứ không phải các cá nhân.

Ở Việt Nam, theo Luật doanh nghiệp: doanh nghiệp là tổ chức kinh tế có tên riêng, có tài sản, có trụ sở giao dịch ổn định, được đăng ký kinh doanh theo quy định của pháp luật nhằm mục đích thực hiện các hoạt động kinh doanh - tức là thực hiện một, một số hoặc tất cả các công đoạn của quá trình đầu tư, từ sản xuất đến tiêu thụ sản phẩm hoặc cung ứng dịch vụ trên thị trường nhằm mục đích sinh lợi.

Các doanh nghiệp ở Việt Nam bao gồm: Doanh nghiệp Nhà nước, công ty cổ phần, công ty trách nhiệm hữu hạn, công ty hợp danh, công ty liên doanh, doanh nghiệp tư nhân.

Trong nền kinh tế thị trường, các doanh nghiệp bao gồm các chủ thể kinh doanh sau đây:

- Kinh doanh cá thể (sole proprietorship)
- Kinh doanh góp vốn (partnership)

- Công ty (corporation)

**Kinh doanh cá thể**

1. Là loại hình được thành lập đơn giản nhất, không cần phải có điều lệ chính thức và ít chịu sự quản lý của Nhà nước.

2. Không phải trả thuế thu nhập doanh nghiệp, tất cả lợi nhuận bị tính thuế thu nhập cá nhân.

3. Chủ doanh nghiệp chịu trách nhiệm vô hạn đối với các nghĩa vụ và các khoản nợ, không có sự tách biệt giữa tài sản cá nhân và tài sản của doanh nghiệp.

4. Thời gian hoạt động của doanh nghiệp phụ thuộc vào tuổi thọ của người chủ.

5. Khả năng thu hút vốn bị hạn chế bởi khả năng của người chủ.

**Kinh doanh góp vốn:**

1. Việc thành lập doanh nghiệp này dễ dàng và chi phí thành lập thấp. Đối với các hợp đồng phức tạp cần phải được viết tay. Một số trường hợp cần có giấy phép kinh doanh.

2. Các thành viên chính thức (general partners) có trách nhiệm vô hạn với các khoản nợ. Mỗi thành viên có trách nhiệm đối với phần tương ứng với phần vốn góp. Nếu như một thành viên không hoàn thành trách nhiệm trả nợ của mình, phần còn lại sẽ do các thành viên khác hoàn trả.

3. Doanh nghiệp tan vỡ khi một trong các thành viên chính thức chết hay rút vốn.

4. Khả năng về vốn hạn chế.

5. Lãi từ hoạt động kinh doanh của các thành viên phải chịu thuế thu nhập cá nhân.

**Công ty**

Công ty là loại hình doanh nghiệp mà ở đó có sự kết hợp ba loại lợi ích: các cổ đông (chủ sở hữu), của hội đồng quản trị và của các nhà quản lý. Theo truyền thống, cổ đông kiểm soát toàn bộ phương hướng, chính sách và hoạt động của công ty. Cổ đông bầu nên hội đồng quản trị, sau đó hội đồng

## **Chương 1: Tổng quan về tài chính doanh nghiệp**

---

quản trị lựa chọn ban quản lý. Các nhà quản lý quản lý hoạt động của công ty theo cách thức mang lại lợi ích tốt nhất cho cổ đông. Việc tách rời quyền sở hữu khỏi các nhà quản lý mang lại cho công ty các ưu thế so với kinh doanh cá thể và góp vốn:

1. Quyền sở hữu có thể dễ dàng chuyển cho cổ đông mới.
2. Sự tồn tại của công ty không phụ thuộc vào sự thay đổi số lượng cổ đông.
3. Trách nhiệm của cổ đông chỉ giới hạn ở phần vốn mà cổ đông góp vào công ty (trách nhiệm hữu hạn).

Mỗi loại hình doanh nghiệp có những ưu, nhược điểm riêng và phù hợp với quy mô và trình độ phát triển nhất định. Hầu hết các doanh nghiệp lớn hoạt động với tư cách là các công ty. Đây là loại hình phát triển nhất của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, trong phạm vi nghiên cứu, có thể coi tất cả các loại hình đó là doanh nghiệp. Về nguyên tắc, nội dung quản lý tài chính doanh nghiệp là như nhau.

### **1.1.2. Môi trường hoạt động của doanh nghiệp**

Để đạt được mức doanh lợi mong muốn, doanh nghiệp cần phải có những quyết định về tổ chức hoạt động sản xuất và vận hành quá trình trao đổi. Mọi quyết định đều phải gắn kết với môi trường xung quanh. Bao quanh doanh nghiệp là một môi trường kinh tế - xã hội phức tạp và luôn biến động. Có thể kể đến một số yếu tố khách quan tác động trực tiếp tới hoạt động của doanh nghiệp.

Doanh nghiệp luôn phải đối đầu với công nghệ. Sự phát triển của công nghệ là một yếu tố góp phần thay đổi phương thức sản xuất, tạo ra nhiều kỹ thuật mới dẫn đến những thay đổi mạnh mẽ trong quản lý tài chính doanh nghiệp.

Doanh nghiệp là đối tượng quản lý của Nhà nước. Sự thất bại hay nói lỏng hoạt động của doanh nghiệp được điều chỉnh bằng luật và các văn bản quy phạm pháp luật, bằng cơ chế quản lý tài chính.

Doanh nghiệp trong nền kinh tế thị trường phải dự tính được khả năng xảy ra rủi ro, đặc biệt là rủi ro tài chính để có cách ứng phó kịp thời và đúng



đấn. Doanh nghiệp, với sức ép của thị trường cạnh tranh, phải chuyển dần từ chiến lược trọng cung cổ điển sang chiến lược trọng cầu hiện đại. Những đòi hỏi về chất lượng, mẫu mã, giá cả hàng hoá, về chất lượng dịch vụ ngày càng cao hơn, tinh tế hơn của khách hàng buộc các doanh nghiệp phải thường xuyên thay đổi chính sách sản phẩm, đảm bảo sản xuất - kinh doanh có hiệu quả và chất lượng cao.

Doanh nghiệp thường phải đáp ứng được đòi hỏi của các đối tác về mức vốn chủ sở hữu trong cơ cấu vốn. Sự tăng, giảm vốn chủ sở hữu có tác động đáng kể tới hoạt động của doanh nghiệp, đặc biệt trong các điều kiện kinh tế khác nhau.

Muốn phát triển bền vững, các doanh nghiệp phải làm chủ và dự đoán trước được sự thay đổi của môi trường để sẵn sàng thích nghi với nó. Trong môi trường đó, quan hệ tài chính của doanh nghiệp được thể hiện rất phong phú và đa dạng.

## **1.2. Khái niệm tài chính doanh nghiệp**

Tài chính doanh nghiệp được hiểu là những quan hệ giá trị giữa doanh nghiệp với các chủ thể trong nền kinh tế. Các quan hệ tài chính doanh nghiệp chủ yếu bao gồm:

### ***Quan hệ giữa doanh nghiệp với Nhà nước***

Đây là mối quan hệ phát sinh khi doanh nghiệp thực hiện nghĩa vụ thuế đối với Nhà nước, khi Nhà nước góp vốn vào doanh nghiệp.

### ***Quan hệ giữa doanh nghiệp với thị trường tài chính***

Quan hệ này được thể hiện thông qua việc doanh nghiệp tìm kiếm các nguồn tài trợ. Trên thị trường tài chính, doanh nghiệp có thể vay ngắn hạn để đáp ứng nhu cầu vốn ngắn hạn, có thể phát hành cổ phiếu và trái phiếu để đáp ứng nhu cầu vốn dài hạn. Ngược lại, doanh nghiệp phải trả lãi vay và vốn vay, trả lãi cổ phần cho các nhà tài trợ. Doanh nghiệp cũng có thể gửi tiền vào ngân hàng, đầu tư chứng khoán bằng số tiền tạm thời chưa sử dụng.

### ***Quan hệ giữa doanh nghiệp với các thị trường khác***

Trong nền kinh tế, doanh nghiệp có quan hệ chặt chẽ với các doanh nghiệp khác trên thị trường hàng hoá, dịch vụ, thị trường sức lao động. Đây là những thị trường mà tại đó doanh nghiệp tiến hành mua sắm máy móc

thiết bị, nhà xưởng, tìm kiếm lao động v.v... Điều quan trọng là thông qua thị trường, doanh nghiệp có thể xác định được nhu cầu hàng hoá và dịch vụ cần thiết cung ứng. Trên cơ sở đó, doanh nghiệp hoạch định ngân sách đầu tư, kế hoạch sản xuất, tiếp thị nhằm thoả mãn nhu cầu thị trường.

***Quan hệ trong nội bộ doanh nghiệp***

Đây là quan hệ giữa các bộ phận sản xuất - kinh doanh, giữa cổ đông và người quản lý, giữa cổ đông và chủ nợ, giữa quyền sử dụng vốn và quyền sở hữu vốn. Các mối quan hệ này được thể hiện thông qua hàng loạt chính sách của doanh nghiệp như: chính sách cổ tức (phân phối thu nhập), chính sách đầu tư, chính sách về cơ cấu vốn, chi phí v.v...

**1.3. Cơ sở tài chính doanh nghiệp và các dòng tiền**

Một doanh nghiệp, muốn tiến hành hoạt động sản xuất - kinh doanh, cần phải có một lượng tài sản phản ánh bên tài sản của Bảng cân đối kế toán. Nếu như toàn bộ tài sản do doanh nghiệp nắm giữ được đánh giá tại một thời điểm nhất định thì sự vận động của chúng - kết quả của quá trình trao đổi - chỉ có thể được xác định cho một thời kỳ nhất định và được phản ánh trên Báo cáo kết quả kinh doanh. Quá trình hoạt động của các doanh nghiệp có sự khác biệt đáng kể về quy trình công nghệ và tính chất hoạt động. Sự khác biệt này phần lớn do đặc điểm kinh tế, kỹ thuật của từng doanh nghiệp quyết định. Cho dù có sự khác biệt này, người ta vẫn có thể khái quát những nét chung nhất của các doanh nghiệp bằng hàng hoá dịch vụ đầu vào và hàng hoá dịch vụ đầu ra.

Một hàng hoá dịch vụ đầu vào hay một yếu tố sản xuất là một hàng hóa hay dịch vụ mà các nhà doanh nghiệp mua sắm để sử dụng trong quá trình sản xuất - kinh doanh của họ. Các hàng hoá dịch vụ đầu vào được kết hợp với nhau để tạo ra các hàng hoá dịch vụ đầu ra - đó là hàng loạt các hàng hóa, dịch vụ có ích được tiêu dùng hoặc được sử dụng cho quá trình sản xuất - kinh doanh khác. Như vậy, trong một thời kỳ nhất định, các doanh nghiệp đã chuyển hóa các hàng hoá dịch vụ đầu vào thành các hàng hoá dịch vụ đầu ra để trao đổi (bán). Mối quan hệ giữa tài sản hiện có và hàng hoá dịch vụ đầu vào, hàng hoá dịch vụ đầu ra (tức là quan hệ giữa bảng Cân đối kế toán và Báo cáo kết quả kinh doanh) có thể được mô tả như sau:

Hàng hóa và dịch vụ (mua vào)



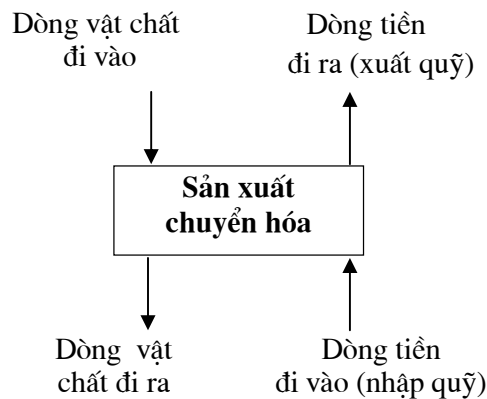
Sản xuất - chuyển hóa



Hàng hóa và dịch vụ (bán ra)

Trong số các tài sản mà doanh nghiệp nắm giữ có một loại tài sản đặc biệt - đó là tiền. Chính dự trữ tiền cho phép doanh nghiệp mua các hàng hóa, dịch vụ cần thiết để tạo ra những hàng hóa và dịch vụ phục vụ cho mục đích trao đổi. Mọi quá trình trao đổi đều được thực hiện thông qua trung gian là tiền và khái niệm dòng vật chất và dòng tiền phát sinh từ đó, tức là sự dịch chuyển hàng hóa, dịch vụ và sự dịch chuyển tiền giữa các đơn vị, tổ chức kinh tế.

Như vậy, tương ứng với dòng vật chất đi vào (hàng hóa, dịch vụ đầu vào) là dòng tiền đi ra; ngược lại, tương ứng với dòng vật chất đi ra (hàng hóa, dịch vụ đầu ra) là dòng tiền đi vào. Quy trình này được mô tả qua sơ đồ sau:



Sản xuất, chuyển hóa là một quá trình công nghệ. Một mặt, nó được đặc trưng bởi thời gian chuyển hóa hàng hóa và dịch vụ, mặt khác, nó được đặc trưng bởi các yếu tố cần thiết cho sự vận hành - đó là tư liệu lao động và sức lao động. Quá trình công nghệ này có tác dụng quyết định tới cơ cấu vốn và hoạt động trao đổi của doanh nghiệp.

Doanh nghiệp thực hiện hoạt động trao đổi hoặc với thị trường cung cấp hàng hoá dịch vụ đầu vào hoặc với thị trường phân phối, tiêu thụ hàng hoá dịch vụ đầu ra và tùy thuộc vào tính chất hoạt động sản xuất - kinh doanh của doanh nghiệp. Các quan hệ tài chính của doanh nghiệp được phát sinh từ chính quá trình trao đổi đó. Quá trình này quyết định sự vận hành của sản xuất và làm thay đổi cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Phân tích các quan hệ tài chính của doanh nghiệp cần dựa trên hai khái niệm căn bản là dòng và dự trữ. Dòng chỉ xuất hiện trên cơ sở tích lũy ban đầu những hàng hóa, dịch vụ hoặc tiền trong mỗi doanh nghiệp và nó sẽ làm thay đổi khối lượng tài sản tích lũy của doanh nghiệp. Một khối lượng tài sản, hàng hóa hoặc tiền được đo tại một thời điểm là một khoản dự trữ. Trong khi một khoản dự trữ chỉ có ý nghĩa tại một thời điểm nhất định thì các dòng chỉ được đo trong một thời kỳ nhất định. Quan hệ giữa dòng và dự trữ là cơ sở nền tảng của tài chính doanh nghiệp. Tùy thuộc vào bản chất khác nhau của các dòng và dự trữ, người ta phân biệt dòng tiền đối trọng và dòng tiền độc lập.

**- Dòng tiền đối trọng**

**Dòng tiền đối trọng trực tiếp:** là dòng tiền chỉ xuất hiện đối trọng với dòng hàng hóa, dịch vụ. Đây là trường hợp đơn giản nhất trong doanh nghiệp - thanh toán ngay. Tại thời điểm  $t_0$  mỗi doanh nghiệp có trong tay những tài sản thực và tiền. Giả sử hoạt động trao đổi diễn ra giữa hai doanh nghiệp A và B tại thời điểm  $t_1$ : Tại thời điểm này, doanh nghiệp A trao đổi tài sản thực cho doanh nghiệp B (bán hàng cho doanh nghiệp B) để lấy tiền (một dòng vật chất đi từ doanh nghiệp A sang doanh nghiệp B), còn doanh nghiệp B chuyển tiền cho A (mua hàng của doanh nghiệp A) để lấy hàng (một dòng tiền đi từ doanh nghiệp B sang doanh nghiệp A).

**Dòng tiền đối trọng có kỳ hạn:** đây là trường hợp phổ biến nhất trong hoạt động của doanh nghiệp. Doanh nghiệp A bán hàng hoá dịch vụ cho doanh nghiệp B ở thời điểm  $t_1$ , doanh nghiệp B trả tiền cho doanh nghiệp A ở thời điểm  $t_2$ . Dòng tiền ở thời điểm  $t_2$  tương ứng với dòng hàng hóa, dịch vụ ở thời điểm  $t_1$ . Trong thời kỳ  $t_1, t_2$ , trạng thái cân bằng dự trữ của mỗi doanh nghiệp bị phá vỡ. Trạng thái cân bằng này được lập lại thông qua việc tạo ra một tài sản tài chính tức là quyền sử dụng hợp pháp một trái quyền

(quyền đòi nợ) hoặc một khoản nợ. Trong trường hợp này, dự trữ tài sản thực của doanh nghiệp A bị giảm đi, nhưng đổi lại, doanh nghiệp A có một trái quyền đối với doanh nghiệp B trong thời gian  $t_1 - t_2$  cho tới lúc dòng tiền xuất hiện ở thời điểm  $t_2$ . Đối với doanh nghiệp B, việc nắm giữ một tài sản thực đã làm phát sinh một khoản nợ cho đến khi dòng tiền xuất hiện ở thời điểm  $t_2$ , cặp Trái quyền - Nợ được giải quyết một cách trọn vẹn.

**Dòng tiền đối trọng đa dạng:** để khắc phục sự mất cân đối ngân quỹ, đảm bảo khả năng chi trả thông qua thiết lập ngân quỹ tối ưu, doanh nghiệp có thể chiết khấu, nhượng bán trái quyền cho một tổ chức tài chính trung gian hoặc dùng trái quyền như một tài sản thế chấp cho một món vay tùy theo những điều kiện cụ thể. Như vậy, tài sản tài chính - trái quyền - có thể làm đối tượng giao dịch. Đây là một hiện tượng quan trọng và phổ biến trong nền kinh tế thị trường.

#### **- Dòng tiền độc lập**

Đây là dòng tiền phát sinh từ các nghiệp vụ tài chính thuần túy: kinh doanh tiền, kinh doanh chứng khoán.

Như vậy, sự ra đời, vận hành và phát triển của doanh nghiệp làm phát sinh một hệ thống các dòng hàng hoá, dịch vụ và các dòng tiền, chúng thường xuyên làm thay đổi khối lượng, cơ cấu tài sản thực và tài sản tài chính (trái quyền và nợ) của doanh nghiệp.

### **1.4. Các nội dung cơ bản về quản lý tài chính doanh nghiệp**

Các quan hệ tài chính doanh nghiệp được thể hiện trong cả quá trình sản xuất - kinh doanh của doanh nghiệp.

Để tiến hành sản xuất - kinh doanh, nhà doanh nghiệp phải xử lý các quan hệ tài chính thông qua phương thức giải quyết ba vấn đề quan trọng sau đây:

**Thứ nhất:** nên đầu tư dài hạn vào đâu và bao nhiêu cho phù hợp với loại hình sản xuất kinh doanh lựa chọn. Đây chính là chiến lược đầu tư dài hạn của doanh nghiệp và là cơ sở để dự toán vốn đầu tư.

**Thứ hai:** nguồn vốn đầu tư mà nhà doanh nghiệp có thể khai thác là nguồn nào?

**Thứ ba:** nhà doanh nghiệp sẽ quản lý hoạt động tài chính hàng ngày như thế nào? Chẳng hạn, việc thu tiền từ khách hàng và trả tiền cho nhà cung cấp? Đây là các quyết định tài chính ngắn hạn và chúng liên quan chặt chẽ tới quản lý tài sản lưu động của doanh nghiệp.

Ba vấn đề trên không phải là tất cả mọi vấn đề về tài chính doanh nghiệp, nhưng đó là ba vấn đề lớn nhất và quan trọng nhất. Nghiên cứu tài chính doanh nghiệp thực chất là nghiên cứu cách thức giải quyết ba vấn đề đó.

Đối với một doanh nghiệp, chủ sở hữu (cổ đông) thường không trực tiếp đưa ra các quyết định kinh doanh, mà doanh nghiệp thường thuê các nhà quản lý đại diện cho lợi ích của chủ sở hữu và thay mặt họ đưa ra các quyết định. Trong trường hợp này, nhà quản lý tài chính có trách nhiệm đưa ra lời giải cho ba vấn đề nêu trên. Chẳng hạn, để sản xuất, tiêu thụ một hàng hóa nào đó, doanh nghiệp thuê nhà quản lý mua sắm các yếu tố vật chất cần thiết như máy móc, thiết bị, dự trữ, đất đai và lao động. Điều đó có nghĩa là doanh nghiệp đã đầu tư vào các tài sản. Tài sản của một doanh nghiệp được phản ánh bên trái của Bảng cân đối kế toán và được cấu thành từ tài sản lưu động và tài sản cố định. Tài sản cố định là những tài sản có thời gian sử dụng dài và thường bao gồm tài sản hữu hình và tài sản vô hình. Tài sản lưu động thường có thời gian sử dụng ngắn, thành phần chủ yếu của nó là dự trữ, các khoản phải thu (tín dụng khách hàng) và tiền.

Để đầu tư vào các tài sản, doanh nghiệp phải có vốn, có nghĩa là phải có tiền để đầu tư. Một doanh nghiệp có thể huy động vốn bằng cách phát hành cổ phiếu hoặc vay nợ dài hạn, ngắn hạn. Nợ ngắn hạn có thời hạn dưới một năm. Nợ dài hạn là khoản nợ có thời hạn trên một năm. Vốn chủ sở hữu (vốn tự có) là khoản chênh lệch giữa giá trị của toàn bộ tài sản và nợ của doanh nghiệp. Các nguồn vốn của một doanh nghiệp được phản ánh bên phải của Bảng cân đối kế toán.

Như vậy, một doanh nghiệp nên đầu tư dài hạn vào những tài sản nào? Câu hỏi này liên quan đến bên trái bảng Cân đối kế toán. Giải đáp cho vấn đề này là dự toán vốn đầu tư - đó là quá trình kế hoạch hóa và quản lý đầu tư dài hạn của doanh nghiệp. Trong quá trình này, nhà quản lý tài chính phải tìm kiếm cơ hội đầu tư sao cho thu nhập do đầu tư đem lại lớn hơn chi phí đầu tư. Điều đó có nghĩa là, giá trị hiện tại các dòng tiền do các tài sản tạo ra

phải lớn hơn giá trị hiện tại các khoản chi phí hình thành các tài sản đó. Tất nhiên, việc lựa chọn loại tài sản và cơ cấu tài sản hoàn toàn tùy thuộc vào đặc điểm của từng loại hình kinh doanh.

Nhà quản lý tài chính không phải chỉ quan tâm tới việc sẽ nhận được bao nhiêu tiền mà còn phải quan tâm tới việc khi nào nhận được và nhận được như thế nào. Đánh giá quy mô, thời hạn và rủi ro của các dòng tiền trong tương lai là vấn đề cốt lõi của quá trình dự toán vốn đầu tư. Nội dung cụ thể sẽ được đề cập trong một chương của cuốn sách này.

Doanh nghiệp có thể có được vốn bằng cách nào để đầu tư dài hạn? Vấn đề này liên quan đến bên phải bảng Cân đối kế toán, liên quan đến cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Cơ cấu vốn của doanh nghiệp thể hiện tỷ trọng của nợ và vốn của chủ (Vốn tự có) do chủ nợ và cổ đông cung ứng. Nhà quản lý tài chính phải cân nhắc, tính toán để quyết định doanh nghiệp nên vay bao nhiêu? Một cơ cấu giữa nợ và vốn của chủ như thế nào là tốt nhất? Nguồn vốn nào là thích hợp đối với doanh nghiệp?

Vấn đề thứ ba liên quan tới quản lý tài sản lưu động, tức là quản lý các tài sản ngắn hạn của doanh nghiệp. Hoạt động tài chính ngắn hạn gắn liền với các dòng tiền nhập quỹ và dòng tiền xuất quỹ. Nhà quản lý tài chính cần phải xử lý sự lệch pha của các dòng tiền. Quản lý ngắn hạn các dòng tiền không thể tách rời với vốn lưu động ròng của doanh nghiệp. Vốn lưu động ròng được xác định là khoản chênh lệch giữa tài sản lưu động và nợ ngắn hạn. Một số vấn đề về quản lý tài sản lưu động sẽ được làm rõ như: doanh nghiệp nên nắm giữ bao nhiêu tiền và dự trữ? Doanh nghiệp có nên bán chịu không? Nếu bán chịu thì nên bán với thời hạn nào? Doanh nghiệp sẽ tài trợ ngắn hạn bằng cách nào? Mua chịu hay vay ngắn hạn và trả tiền ngay? Nếu vay ngắn hạn thì doanh nghiệp nên vay ở đâu và vay như thế nào?

Ba vấn đề về quản lý tài chính doanh nghiệp: dự toán vốn đầu tư dài hạn, cơ cấu vốn và quản lý tài sản lưu động là những vấn đề bao trùm nhất. Mỗi vấn đề trên lại bao gồm nhiều nội dung, nhiều khía cạnh. Trong các chương sau này, những nội dung cơ bản của từng vấn đề sẽ được đề cập một cách cụ thể.

### **1.5. Mục tiêu quản lý tài chính doanh nghiệp**

Một doanh nghiệp tồn tại và phát triển vì nhiều mục tiêu khác nhau như: tối đa hoá lợi nhuận, tối đa hoá doanh thu trong ràng buộc tối đa hoá lợi nhuận, tối đa hoá hoạt động hữu ích của các nhà lãnh đạo doanh nghiệp v.v..., song tất cả các mục tiêu cụ thể đó đều nhằm mục tiêu bao trùm nhất là tối đa hoá giá trị tài sản cho các chủ sở hữu. Bởi lẽ, một doanh nghiệp phải thuộc về các chủ sở hữu nhất định; chính họ phải nhận thấy giá trị đầu tư của họ tăng lên; khi doanh nghiệp đặt ra mục tiêu là tăng giá trị tài sản cho chủ sở hữu, doanh nghiệp đã tính tới sự biến động của thị trường, các rủi ro trong hoạt động kinh doanh. Quản lý tài chính doanh nghiệp chính là nhằm thực hiện được mục tiêu đó.

Các quyết định tài chính trong doanh nghiệp: Quyết định đầu tư, quyết định huy động vốn, quyết định về phân phối, ngân quỹ có mối liên hệ chặt chẽ với nhau. Trong quản lý tài chính, nhà quản lý phải cân nhắc các yếu tố bên trong và các yếu tố bên ngoài để đưa ra các quyết định làm tăng giá trị tài sản của chủ sở hữu, phù hợp với lợi ích của chủ sở hữu.

### **1.6. Vai trò quản lý tài chính doanh nghiệp**

Quản lý tài chính luôn luôn giữ một vị trí trọng yếu trong hoạt động quản lý của doanh nghiệp, nó quyết định tính độc lập, sự thành bại của doanh nghiệp trong quá trình kinh doanh. Đặc biệt trong xu thế hội nhập khu vực và quốc tế, trong điều kiện cạnh tranh đang diễn ra khốc liệt trên phạm vi toàn thế giới, quản lý tài chính trở nên quan trọng hơn bao giờ hết. Bất kỳ ai liên kết, hợp tác với doanh nghiệp cũng sẽ được hưởng lợi nếu như quản lý tài chính của doanh nghiệp có hiệu quả, ngược lại, họ sẽ bị thua thiệt khi quản lý tài chính kém hiệu quả.

Quản lý tài chính là sự tác động của nhà quản lý tới các hoạt động tài chính của doanh nghiệp. Nó được thực hiện thông qua một cơ chế. Đó là cơ chế quản lý tài chính doanh nghiệp. Cơ chế quản lý tài chính doanh nghiệp được hiểu là một tổng thể các phương pháp, các hình thức và công cụ được vận dụng để quản lý các hoạt động tài chính của doanh nghiệp trong những điều kiện cụ thể nhằm đạt được những mục tiêu nhất định.

Nội dung chủ yếu của cơ chế quản lý tài chính doanh nghiệp bao gồm: cơ chế quản lý tài sản; cơ chế huy động vốn; cơ chế quản lý doanh thu, chi phí và lợi nhuận; cơ chế kiểm soát tài chính của doanh nghiệp.



Trong các quyết định của doanh nghiệp, vấn đề cần được quan tâm giải quyết không chỉ là lợi ích của cổ đông và nhà quản lý mà còn cả lợi ích của người làm công, khách hàng, nhà cung cấp và Chính phủ. Đó là nhóm người có nhu cầu tiềm năng về các dòng tiền của doanh nghiệp. Giải quyết vấn đề này liên quan tới các quyết định đối với bộ phận trong doanh nghiệp và các quyết định giữa doanh nghiệp với các đối tác ngoài doanh nghiệp. Do vậy, nhà quản lý tài chính, mặc dù có trách nhiệm nặng nề về hoạt động nội bộ của doanh nghiệp vẫn phải lưu ý đến sự nhìn nhận, đánh giá của người ngoài doanh nghiệp như cổ đông, chủ nợ, khách hàng, Nhà nước vv,...

Do quản lý tài chính có thể được nhìn nhận trên giác độ của nhà quản lý bên ngoài đối với doanh nghiệp và trên giác độ của nhà quản lý trong doanh nghiệp nên có hai cách tiếp cận về cơ chế quản lý tài chính doanh nghiệp: cơ chế quản lý tài chính đối với doanh nghiệp và cơ chế quản lý tài chính trong doanh nghiệp.

Giáo trình Tài chính doanh nghiệp, xuất phát từ cơ sở đó, được viết theo quan điểm của người trong doanh nghiệp và người ngoài doanh nghiệp. Lẽ đương nhiên, vì nhà quản lý tài chính chịu trách nhiệm trực tiếp về mọi hoạt động tài chính của doanh nghiệp nên quan điểm của người trong doanh nghiệp cần được nhấn mạnh hơn.

Quản lý tài chính là một hoạt động có mối liên hệ chặt chẽ với mọi hoạt động khác của doanh nghiệp. Quản lý tài chính tốt có thể khắc phục được những khiếm khuyết trong trong các lĩnh vực khác. Một quyết định tài chính không được cân nhắc, hoạch định kỹ lưỡng có thể gây nên tổn thất khôn lường cho doanh nghiệp và cho nền kinh tế. Hơn nữa, do doanh nghiệp hoạt động trong một môi trường nhất định nên các doanh nghiệp hoạt động có hiệu quả sẽ góp phần thúc đẩy nền kinh tế phát triển. Bởi vậy, quản lý tài chính doanh nghiệp tốt có vai trò quan trọng đối với việc nâng cao hiệu quả quản lý tài chính quốc gia.

### **1.7. Nguyên tắc quản lý tài chính doanh nghiệp**

Hoạt động tài chính của doanh nghiệp dù nhỏ hay lớn căn bản là giống nhau nên nguyên tắc quản lý tài chính đều có thể áp dụng chung cho các loại hình doanh nghiệp. Tuy nhiên, giữa các doanh nghiệp khác nhau cũng

có sự khác biệt nhất định nên khi áp dụng nguyên tắc quản lý tài chính phải gắn với những điều kiện cụ thể.

***\* Nguyên tắc đánh đổi rủi ro và lợi nhuận***

Quản lý tài chính phải được dựa trên quan hệ giữa rủi ro và lợi nhuận. Nhà đầu tư có thể lựa chọn những đầu tư khác nhau tùy thuộc vào mức độ rủi ro mà họ chấp nhận và lợi nhuận kỳ vọng mà họ mong muốn. Khi họ bỏ tiền vào những dự án có mức độ rủi ro cao, họ hy vọng dự án đem lại lợi nhuận kỳ vọng cao.

***\* Nguyên tắc giá trị thời gian của tiền***

Để đo lường giá trị tài sản của chủ sở hữu, cần sử dụng khái niệm giá trị thời gian của tiền, tức là phải đưa lợi ích và chi phí của dự án về một thời điểm, thường là thời điểm hiện tại. Theo quan điểm của nhà đầu tư, dự án được chấp nhận khi lợi ích lớn hơn chi phí. Trong trường hợp này, chi phí cơ hội của vốn được đề cập như là tỷ lệ chiết khấu.

***\* Nguyên tắc chi trả***

Trong hoạt động kinh doanh, doanh nghiệp cần bảo đảm mức ngân quỹ tối thiểu để thực hiện chi trả. Do vậy, điều đáng quan tâm ở các doanh nghiệp là các dòng tiền chứ không phải lợi nhuận kế toán. Dòng tiền ra và dòng tiền vào được tái đầu tư phản ánh tính chất thời gian của lợi nhuận và chi phí. Không những thế, khi đưa ra các quyết định kinh doanh, nhà doanh nghiệp cần tính đến dòng tiền tăng thêm, đặc biệt cần tính đến các dòng tiền sau thuế.

***\* Nguyên tắc sinh lợi***

Nguyên tắc quan trọng đối với nhà quản lý tài chính không chỉ là đánh giá các dòng tiền mà dự án đem lại mà còn là tạo ra các dòng tiền, tức là tìm kiếm các dự án sinh lợi. Trong thị trường cạnh tranh, nhà đầu tư khó có thể kiếm được nhiều lợi nhuận trong một thời gian dài, khó có thể tìm kiếm được nhiều dự án tốt. Muốn vậy, cần phải biết các dự án sinh lợi tồn tại như thế nào và ở đâu trong môi trường cạnh tranh. Tiếp đến, khi đầu tư, nhà đầu tư phải biết làm giảm tính cạnh tranh của thị trường thông qua việc tạo ra

những sản phẩm khác biệt với sản phẩm cạnh tranh và bằng cách đảm bảo mức chi phí thấp hơn mức chi phí cạnh tranh.

***\* Nguyên tắc thị trường có hiệu quả***

Trong kinh doanh, những quyết định nhằm tối đa hoá giá trị tài sản của các chủ sở hữu làm thị giá cổ phiếu tăng. Như vậy, khi đưa ra các quyết định tài chính hoặc định giá chứng khoán, cần hiểu rõ khái niệm thị trường có hiệu quả. Thị trường có hiệu quả là thị trường mà ở đó giá trị của các tài sản tại bất kỳ một thời điểm nào đều phản ánh đầy đủ các thông tin một cách công khai. Trong thị trường có hiệu quả, giá cả được xác định chính xác. Thị giá cổ phiếu phản ánh tất cả những thông tin sẵn có và công khai về giá trị của một doanh nghiệp. Điều đó có nghĩa là mục tiêu tối đa hoá giá trị tài sản của các cổ đông có thể đạt được trong những điều kiện nhất định bằng cách nghiên cứu tác động của các quyết định tới thị giá cổ phiếu.

***\* Gắn kết lợi ích của người quản lý với lợi ích của cổ đông***

Nhà quản lý tài chính chịu trách nhiệm phân tích, kế hoạch hóa tài chính, quản lý ngân quỹ, chỉ tiêu cho đầu tư và kiểm soát. Do đó, nhà quản lý tài chính thường giữ địa vị cao trong cơ cấu tổ chức của doanh nghiệp và thẩm quyền tài chính ít khi được phân quyền hoặc uỷ quyền cho cấp dưới.

Nhà quản lý tài chính chịu trách nhiệm điều hành hoạt động tài chính và thường đưa ra các quyết định tài chính trên cơ sở các nghiệp vụ tài chính thường ngày do các nhân viên cấp thấp hơn phụ trách. Các quyết định và hoạt động của nhà quản lý tài chính đều nhằm vào các mục tiêu của doanh nghiệp: đó là sự tồn tại và phát triển của doanh nghiệp, tránh được sự căng thẳng về tài chính và phá sản, có khả năng cạnh tranh và chiếm được thị phần tối đa trên thương trường, tối thiểu hóa chi phí, và tăng thu nhập của chủ sở hữu một cách vững chắc. Nhà quản lý tài chính đưa ra các quyết định vì lợi ích của các cổ đông của doanh nghiệp. Vì vậy, để làm rõ mục tiêu quản lý tài chính, cần phải trả lời một câu hỏi cơ bản hơn: theo quan điểm của cổ đông, một quyết định quản lý tài chính tốt là gì?

Nếu giả sử các cổ đông mua cổ phiếu vì họ tìm kiếm lợi ích tài chính thì khi đó, câu trả lời hiển nhiên là: quyết định tốt là quyết định làm tăng giá

trị thị trường của cổ phiếu, còn quyết định yếu kém là quyết định làm giảm giá trị thị trường của cổ phiếu. Như vậy, nhà quản lý tài chính hành động vì lợi ích tốt nhất của cổ đông bằng các quyết định làm tăng giá trị thị trường cổ phiếu. Mục tiêu của quản lý tài chính là tối đa hóa giá trị hiện hành trên một cổ phiếu, là tăng giá trị của doanh nghiệp. Do đó, phải xác định được kế hoạch đầu tư và tài trợ sao cho giá trị cổ phiếu có thể được tăng lên. Trên thực tế, hành động của nhà quản lý vì lợi ích tốt nhất của cổ đông phụ thuộc vào hai yếu tố. *Thứ nhất*, mục tiêu quản lý có sát với mục tiêu của cổ đông không? Điều này liên quan tới cách khen thưởng, trợ cấp quản lý. *Thứ hai*, nhà quản lý có thể bị thay thế nếu họ không theo đuổi mục tiêu của cổ đông? Vấn đề này liên quan tới hoạt động kiểm soát của doanh nghiệp. Như vậy, dù thế nào, nhà quản lý cũng không thể hành động khác được, họ có đầy đủ lý do để đem lại lợi ích cho các cổ đông.

**\* Tác động của thuế**

Trước khi đưa ra bất kỳ một quyết định tài chính nào, nhà quản lý tài chính luôn tính tới tác động của thuế, đặc biệt là thuế thu nhập doanh nghiệp. Khi xem xét một quyết định đầu tư, doanh nghiệp phải tính tới lợi ích thu được trên cơ sở dòng tiền sau thuế do dự án tạo ra. Hơn nữa, tác động của thuế cần được phân tích kỹ lưỡng khi thiết lập cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Bởi lẽ, khoản nợ có một lợi thế nhất định về chi phí so với vốn chủ sở hữu. Đối với doanh nghiệp, chi phí trả lãi là chi phí giảm thuế. Vì thuế là một công cụ quản lý vĩ mô của Chính phủ nên thông qua thuế, Chính phủ có thể khuyến khích hoặc hạn chế tiêu dùng và đầu tư. Các doanh nghiệp cần cân nhắc, tính toán để điều chỉnh các quyết định tài chính cho phù hợp, đảm bảo được lợi ích của các cổ đông.

Ngoài ra, trong quản lý tài chính nói chung và quản lý tài chính doanh nghiệp nói riêng, nguyên tắc hành vi đạo đức và trách nhiệm đối với xã hội có vị trí tối quan trọng. Hành vi đạo đức có nghĩa là việc làm đúng đắn. Mặc dù khó có thể định nghĩa được “việc làm đúng đắn”, nhưng mỗi người có một thước đo giá trị để làm nền tảng cho hành vi của mình, điều gì đúng để làm. Trong một chừng mực nào đó, có thể coi luật lệ, quy tắc phản ánh tiêu chuẩn xử sự trong xã hội mà nhà quản lý tài chính phải tuân theo. Những hành vi vô đạo đức sẽ làm mất niềm tin, mà thiếu niềm tin thì doanh nghiệp không thể thực hiện được hoạt động kinh doanh. Bên cạnh đó, nhà quản lý

tài chính doanh nghiệp cũng cần có trách nhiệm đối với xã hội ngoài việc tối đa giá trị tài sản cho các cổ đông.

### **1.8. Bộ máy quản lý tài chính**

Quản lý tài chính là hoạt động có tầm quan trọng số một trong hoạt động của doanh nghiệp. Quản lý tài chính thường thuộc về nhà lãnh đạo cấp cao của doanh nghiệp như phó tổng giám đốc thứ nhất hoặc giám đốc tài chính. Đôi khi chính tổng giám đốc làm nhiệm vụ của nhà quản lý tài chính. Trong các doanh nghiệp lớn, các quyết định quan trọng về tài chính thường do một uỷ ban tài chính đưa ra. Trong các doanh nghiệp nhỏ, chính chủ nhân - tổng giám đốc đảm nhận quản lý hoạt động tài chính của doanh nghiệp.

Bên cạnh đó là cả một bộ máy - Phòng, ban tài chính với kế toán trưởng, kế toán viên, thủ quỹ - phục vụ nhằm cung cấp thông tin phục vụ cho quá trình ra quyết định một cách chính xác và kịp thời và giúp giám đốc tài chính điều hành chung hoạt động tài chính của doanh nghiệp.

#### ***Phòng, ban tài chính có nhiệm vụ:***

Trên cơ sở luật và chế độ quản lý tài chính của Nhà nước, xây dựng chế độ quản lý tài chính thích hợp với doanh nghiệp cụ thể.

Lập kế hoạch tài chính đồng thời và thống nhất với kết quả sản xuất - kinh doanh của doanh nghiệp.

Lựa chọn các phương thức huy động vốn và đầu tư có hiệu quả nhất.

Tổ chức thanh toán kịp thời, đầy đủ, đúng hạn và đúng chế độ các khoản nợ và đôn đốc thu nợ.

Tổ chức phân tích tài chính doanh nghiệp và kiểm tra tài chính.

Tham gia xây dựng giá bán và thiết lập các hợp đồng kinh tế với khách hàng.

Trong giáo trình này, các tác giả đề cập tới các vấn đề cơ bản nhất, chung nhất về quản lý tài chính của một doanh nghiệp trong nền kinh tế thị trường và chú trọng nhiều hơn tới hình thái tổ chức kinh doanh khá quan trọng và phổ biến hiện nay - đó là công ty cổ phần. Hoạt động quản lý tài chính doanh nghiệp cần được tuân theo những nguyên tắc nhất định và thường hướng vào những khía cạnh chủ yếu như: tầm vóc, quy mô phát triển

### ***Chương 1: Tổng quan về tài chính doanh nghiệp***

---

doanh nghiệp, các hình thức nắm giữ tài sản của doanh nghiệp, thành phần và kết cấu nguồn tài trợ của doanh nghiệp v.v...

Đây chính là các nội dung sẽ được đề cập trong từng chương cụ thể của giáo trình.

## **CÂU HỎI ÔN TẬP**

1. Vị trí của doanh nghiệp trong hệ thống tài chính?
2. Cơ sở nền tảng của hoạt động tài chính doanh nghiệp?
3. Mục tiêu nghiên cứu tài chính doanh nghiệp?
4. Khái niệm tài chính doanh nghiệp và các quan hệ tài chính doanh nghiệp?
5. Nội dung cơ bản về quản lý tài chính doanh nghiệp?
6. Nhận xét về cơ chế quản lý tài chính đối với các doanh nghiệp Việt Nam hiện nay.
7. Nguyên tắc quản lý tài chính doanh nghiệp? Liên hệ thực tiễn Việt Nam.

## CHƯƠNG 10

# TÁI CẤU TRÚC DOANH NGHIỆP

Trong quá trình phát triển, cấu trúc doanh nghiệp có thể được thay đổi cho phù hợp với môi trường kinh doanh, với năng lực quản lý doanh nghiệp của các nhà quản lý, với khả năng tài chính của doanh nghiệp v.v... nhằm mục tiêu tối đa hoá giá trị tài sản cho các chủ sở hữu. Trong chương này, vấn đề tái cấu trúc doanh nghiệp sẽ được xem xét trên góc độ tài chính đối với một số trường hợp: sáp nhập và mua lại doanh nghiệp; thanh lý và phá sản doanh nghiệp.

### 10.1. Sáp nhập và mua lại doanh nghiệp

#### 10.1.1. Khái niệm và sự cần thiết sáp nhập và mua lại doanh nghiệp

##### 10.1.1.1. Các khái niệm

*Mua lại và sáp nhập* (meger và acquisition) thường được sử dụng để xem xét tình huống một doanh nghiệp này hợp nhất với một hoặc một số doanh nghiệp khác.

*Mua lại* là vụ việc xảy ra khi một doanh nghiệp nhận được toàn bộ tài sản và các khoản nợ của một hay một số doanh nghiệp khác với một giá nào đó. Doanh nghiệp bị bán chấm dứt sự tồn tại của nó. Doanh nghiệp mua lại có nghĩa vụ trả cho doanh nghiệp bị bán tiền hoặc chứng khoán theo giá mua doanh nghiệp.

*Sáp nhập* là loại giao dịch hợp nhất các doanh nghiệp. Trong mỗi vụ sáp nhập, toàn bộ tài sản và các khoản nợ nhập chung lại để hình thành một doanh nghiệp mới. Sáp nhập có 2 hình thức là sáp nhập cổ phần và sáp nhập tài sản.

- *Sáp nhập cổ phần xảy ra khi doanh nghiệp bên mua cổ phần của doanh nghiệp bên bán. Cổ phần được mua trực tiếp từ cổ đông không cần sự đồng ý hay không đồng ý của ban lãnh đạo doanh nghiệp bên bán. Vấn đề trở ngại bên mua phải đương đầu là một số cổ đông bên bán có thể không bán cổ phần của họ, do đó ngăn cản sự thuần nhất hoàn toàn của doanh nghiệp mua.*

- *Sáp nhập tài sản* là một hình thức hợp nhất trong đó doanh nghiệp bên mua trực tiếp tài sản từ doanh nghiệp bên bán không cần thông qua cổ đông. Bên bán tài sản chấm dứt hoạt động sau khi nhận được tiền hay cổ phần của bên mua. Bên bán chia cổ phần hoặc tiền cho cổ đông và tự giải tán.

Doanh nghiệp này tiếp quản doanh nghiệp khác dưới hình thức mua lại hay sáp nhập đều thuộc một trong ba hình thức kết hợp sau:

+ *Kết hợp theo chiều ngang*, được tiến hành giữa các doanh nghiệp trong cùng ngành kinh doanh.

+ *Kết hợp theo chiều dọc*, được tiến hành giữa một doanh nghiệp với nhà cung cấp hoặc khách hàng.

+ *Kết hợp theo phương thức liên ngành*, được tiến hành giữa hai doanh nghiệp không cùng hoạt động trong một lĩnh vực kinh doanh.

#### **10.1.1.2. Sự cần thiết sáp nhập hay mua lại doanh nghiệp**

Một doanh nghiệp hợp nhất phải đảm bảo tăng giá trị tài sản cho cổ đông. Do vậy, việc sáp nhập hay mua lại doanh nghiệp được quyết định bởi những yếu tố cơ bản sau:

##### **\* Động lực hiệu quả kinh tế, tài chính**

Hiệu quả kinh tế là động lực chủ yếu thúc đẩy doanh nghiệp này tiếp quản doanh nghiệp khác. Giá trị tài sản có thể được tạo ra trong một doanh nghiệp hợp nhất nhờ lợi thế quy mô lớn. Với quy mô lớn, doanh nghiệp có thể tăng doanh thu, có thể giảm chi phí cố định trên một đơn vị hàng hoá, dịch vụ. Hơn nữa, sáp nhập hay mua lại doanh nghiệp có thể loại bỏ bộ máy quản lý kém hiệu quả. Kết quả là hiệu quả kinh tế của doanh nghiệp hợp nhất cao hơn tổng hiệu quả kinh tế của các doanh nghiệp riêng lẻ. Mua lại hay sáp nhập doanh nghiệp đem lại những khoản tiết kiệm tài chính đáng kể như: tiết kiệm nhờ thuế, giảm chi phí phát hành chứng khoán mới, tăng khả năng tìm kiếm nguồn tài trợ, giảm chi phí nợ, giảm chi phí phá sản... Bên cạnh đó, tình hình tài chính của doanh nghiệp hợp nhất sẽ được cải thiện, doanh nghiệp có thể thực hiện được các dự án đầu tư lớn.



**\* Động lực phát triển với tốc độ cao**

Mỗi doanh nghiệp muốn thực hiện mục tiêu tăng trưởng sẽ tốn nhiều thời gian và công sức. Điều này xảy ra ngay cả đối với doanh nghiệp độc quyền kiểm soát phần lớn thị trường. Bởi vậy, trong nhiều trường hợp mua lại hay sáp nhập, doanh nghiệp hợp nhất có khả năng tiếp cận với thị trường tài chính, tăng thị phần, tăng khả năng cạnh tranh, khả năng thích nghi với môi trường kinh doanh, đa dạng hoá các hoạt động kinh doanh. Nhờ đó, doanh nghiệp hợp nhất sẽ phát triển một cách bền vững.

**10.1. 2. Vấn đề tài chính trong sáp nhập và mua lại doanh nghiệp**

**10.1.2.1. Phương thức thanh toán trong giao dịch sáp nhập hay mua lại doanh nghiệp**

**10.1.2.1.1. Thanh toán bằng tiền**

Xác định giá trị doanh nghiệp trước và sau sáp nhập và mua lại là vấn đề vô cùng quan trọng. Nó càng có ý nghĩa quan trọng hơn đối với nước ta hiện nay, khi mà thị trường vốn, thị trường chứng khoán chưa phát triển.

Giá trị doanh nghiệp sau hợp nhất thường lớn hơn tổng giá trị của hai doanh nghiệp trước khi sáp nhập. Xác định chính xác giá trị doanh nghiệp là vấn đề vô cùng phức tạp, nó chỉ có thể đạt tới một giá trị thoả thuận giữa các doanh nghiệp mua lại hay sáp nhập mà thôi.

Khác với thanh toán bằng cổ phần, thanh toán bằng tiền được tiến hành ngay sau khi thoả thuận trong giao dịch mua lại hay sáp nhập doanh nghiệp được thông qua.

**10.1.2.1.2. Thanh toán bằng cổ phần**

Thay vì trả bằng tiền, các doanh nghiệp có thể thoả thuận với nhau theo phương thức trả bằng cổ phần. Trong trường hợp này cần phải thiết lập tỷ số chuyển đổi cổ phần, nhờ đó cổ đông của doanh nghiệp bị mua lại hay sáp nhập sẽ nhận được một lượng cổ phần từ doanh nghiệp hợp nhất.

**10.1.2.2. Xác định giá trị doanh nghiệp sau hợp nhất**

Để đánh giá khả năng và tiềm lực kinh tế- tài chính của một giao dịch mua lại hay sáp nhập doanh nghiệp, cần phải xem xét một cách toàn diện ảnh hưởng của các yếu tố bên trong và bên ngoài đối với giá trị doanh nghiệp.

Một giao dịch hợp nhất giữa 2 doanh nghiệp có mức tăng trưởng khác nhau sẽ đem lại sự thay đổi trong sự tăng trưởng thu nhập mỗi cổ phần (EPS) của doanh nghiệp hợp nhất. Nếu 2 doanh nghiệp đó có mức tăng trưởng như nhau loại trừ lợi thế về quy mô, thì giá trị và sự tăng trưởng của doanh nghiệp sau khi hợp nhất không thay đổi. Nếu một doanh nghiệp mua lại hay sáp nhập một doanh nghiệp khác có tiềm năng tăng trưởng EPS thấp hơn, thì tốc độ tăng trưởng EPS trong tương lai của doanh nghiệp hợp nhất sẽ rất chậm, nhưng nó có thể tạo ra sự gia tăng ESP ngay sau khi hợp nhất và đó là một ảo ảnh về sự tăng trưởng. Ngược lại, nếu mua được một doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng cao hơn, sẽ làm cho ESP của doanh nghiệp giảm trong giai đoạn hợp nhất, nhưng kỳ vọng sẽ tăng trưởng cao trong tương lai.

Thông thường, một doanh nghiệp mua lại một doanh nghiệp khác có mức tăng trưởng thấp hơn hoặc có mức tăng trưởng tương đương. Bằng cách đó, chấp nhận sự đánh đổi giữa việc gia tăng EPS ngay lập tức với sự tăng trưởng thấp hơn trong tương lai.

Sự tăng (giảm) EPS của doanh nghiệp trong các giao dịch mua lại do tỷ số giá bán cổ phần (P) trên thu nhập cổ phiếu (EPS) quyết định.

Để minh họa cho một doanh nghiệp này mua lại một doanh nghiệp khác có P/EPS thấp hơn sẽ làm tăng trưởng ngay EPS sau hợp nhất hãy xét ví dụ sau:

**Bảng 10.1.**

Số liệu về thu nhập, giá bán cổ phần của 2 doanh nghiệp A, B:

*Đơn vị: 1000 đv*

Chỉ tiêu	Doanh nghiệp A	Doanh nghiệp B
1. Lợi nhuận sau thuế	120.000	50.000
2. Số lượng cổ phiếu	2.400	2.500
3. Lợi nhuận trên mỗi CP (EPS)	50	20
4. Giá bán cổ phiếu	500	160
5. Tỷ số P/EPS	10 lần	8 lần
6. Tổng giá trị cổ phiếu	1.200.000	400.000

Giả sử: Doanh nghiệp A mua lại doanh nghiệp B trả bằng cổ phần và sự hợp nhất này không tạo ra một khoản lợi nhuận cộng hưởng nào.

Khi đó, giá trị cổ phần của doanh nghiệp B trong doanh nghiệp hợp nhất là:

$$\frac{400.000}{1200.000 + 400.000} = 0,25$$

Số cổ phần doanh nghiệp A trả cho cổ đông Doanh nghiệp B là:

$$\frac{0,25}{1 - 0,25} \times 2400 = 800 \text{ cổ phần}$$

Vậy tổng cổ phần doanh nghiệp mới :  $2400 + 800 = 3200$  cổ phần và tổng lợi nhuận =  $(2400 \text{ CP} \times 50.000 \text{ đv}) + (2500 \text{ CP} \times 20.000 \text{ đv}) = 170$  triệu đv. EPS sau hợp nhất:

$$170 \text{ triệu} : 3.200 \text{ CP} = 53.125 \text{ đv}$$

EPS này cao hơn EPS của cả doanh nghiệp A và doanh nghiệp B trước khi hợp nhất. Biến số chủ yếu trả lời câu hỏi này là tỷ số P/EPS của doanh nghiệp A lớn hơn P/EPS của doanh nghiệp B.

Giả sử từ số liệu của bảng 9.1, ta thay đổi giá bán cổ phần của doanh nghiệp B là 200.000 đv thay vì 160.000 đv, khi đó tỷ số P/EPS của 2 doanh nghiệp bằng nhau và đều là 10 lần.

Ta có thị phần của doanh nghiệp B trong doanh nghiệp mới là:

$$\frac{500.000}{1200.000 + 500.000} = \frac{5}{17}$$

Số cổ phần doanh nghiệp A trả cho cổ đông doanh nghiệp B

$$\frac{\frac{5}{17}}{1 - \frac{5}{17}} \times 2400 \text{ CP} = 1000 \text{ CP}$$

Tổng cổ phần doanh nghiệp mới 3400 cổ phần. Lợi nhuận sau thuế không đổi. Khi đó:

$$\text{EPS} = \frac{170.000.000 \text{ đv}}{3.400 \text{ CP}} = 50.000 \text{ đv}$$

bằng với EPS của doanh nghiệp A trước khi mua lại

**10.1.2.3. Kế toán các giao dịch mua lại hay sáp nhập doanh nghiệp**

Khi hợp nhất 2 doanh nghiệp, các báo cáo tài chính được tập hợp theo phương pháp mua lại và phương pháp gộp chung giản đơn.

**10.1.2.3.1. Phương pháp mua lại**

Theo phương pháp này, khi doanh nghiệp bỏ tiền mua lại một doanh nghiệp khác thì có thể coi đây là một hình thức đầu tư. Số tiền phải trả cho bên bán được ghi vào bên tài sản của doanh nghiệp mua. Trong trường hợp số tiền phải trả cao hơn giá trị hợp lý trên thị trường của các loại tài sản hữu hình đã mua thì phần tiền cao hơn được ghi vào mục tài sản vô hình của doanh nghiệp mua trong BCĐKT. Giá trị tài sản vô hình này được trừ dần trong suốt thời gian dự kiến hoạt động của doanh nghiệp.

**10.1.2.3.2. Phương pháp gộp chung đơn giản**

Theo phương pháp này, toàn bộ tài sản và nguồn vốn trên BCĐKT của 2 doanh nghiệp được gộp chung vào với nhau. Giao dịch này không tạo ra bất kỳ tài sản vô hình nào trong BCĐKT và do đó không có sự khấu trừ dần tài sản vô hình vào lợi nhuận trong báo cáo thu nhập.

***Ví dụ về cách thức lập báo cáo tài chính theo 2 phương pháp:***

BCĐKT của doanh nghiệp Minh Hoa (người mua) và doanh nghiệp Thành Công (người bán), trước khi hợp nhất và sau khi hợp nhất, trình bày theo 2 tình huống khác nhau (bảng 9.2).

**a. Tình huống 1:** Theo phương pháp gộp chung giản đơn, toàn bộ tài sản và nguồn vốn trước khi hợp nhất được gộp chung với nhau thành giá trị sau khi hợp nhất.

**Bảng 10.2 :**

BCĐKT trước và sau khi doanh nghiệp Minh Hoa  
mua doanh nghiệp Thành Công.

*Đơn vị: triệu đv*

	<b>Trước khi hợp nhất</b>		<b>Sau khi hợp nhất</b>		
	Doanh nghiệp Minh Hoa	Doanh nghiệp Thành Công	Phương pháp gộp chung đơn giản	Phương pháp mua lại	
				Giá mua 11.000	Giá mua 15.000
<b>I. Tài sản</b>	100.000	20.000	120.000	118.000	122.000
1. Tài sản hữu hình	100.000	20.000	120.000	118.000	120.500
2. Tài sản vô hình	0	0	0	0	1500
<b>II. Nguồn vốn</b>	100000	20.000	120.000	118.000	122.000
1. Nợ phải trả	25.000	7.000	32.000	32.000	32.000
2. Vốn chủ sở hữu	75.000	13.000	88.000	86.000	90.000

**b. Tình huống 2:** Theo phương pháp mua lại, có 2 khuynh hướng khác nhau tùy theo giá mua mà doanh nghiệp Minh Hoa trả cho doanh nghiệp Thành Công cao hơn hay thấp hơn giá trị ròng của các loại tài sản.

Giá trị ròng của tài sản: 13.000 triệu = 20.000 triệu - 7.000 triệu

+ Trường hợp 1:

Khi giá mua ấn định ở mức 11.000 triệu cùng các khoản nợ có giá trị 7.000 triệu, vậy tổng giá trị mua doanh nghiệp thành công là 18.000 triệu, thấp hơn theo giá trị sổ sách 2000 triệu, trong trường hợp này, giá trị tài sản sau hợp nhất 118.000 triệu, thấp hơn phương pháp cộng giản đơn 2000 triệu. Do đó, vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp sau khi hợp nhất giảm 2000 triệu.

+ Trường hợp 2: Khi giá mua 15.000 triệu cộng các khoản nợ có giá trị 7.000 triệu, tổng giá trị mua doanh nghiệp Thành công 22.000 triệu, cao hơn giá trị sổ sách 2000 triệu. Trong trường hợp này, tổng giá trị doanh nghiệp Minh Hoa sau hợp nhất 122.000 triệu, cao hơn phương pháp cộng giản đơn 2000 triệu. Khoản 2000 triệu của doanh nghiệp thành công được phân chia như sau:

500 triệu trả thêm cho cổ đông, với giả thiết là giá trị hợp lý của tài sản cao hơn giá trị theo sổ sách.

1.500 là giá trị danh tiếng (tài sản vô hình) của doanh nghiệp sau khi hợp nhất.

+ Trường hợp 3: Khi giá mua doanh nghiệp thành công 13.000 triệu cùng các khoản nợ 7.000 triệu thì BCĐKT theo 2 phương pháp là giống nhau.

## **10.2. Phá sản và thanh lý doanh nghiệp**

### **10.2.1 Phá sản doanh nghiệp**

#### **10.2.1.1 Khái niệm**

Thuật ngữ "*Phá sản doanh nghiệp*" thường được sử dụng đề cập đến những doanh nghiệp bị lâm vào tình trạng hỗn loạn về tài chính và không còn khả năng thanh toán các khoản nợ.

Theo thông lệ quốc tế, có nhiều mức độ phá sản khác nhau, bao gồm từ tình trạng bị mất khả năng thanh toán tạm thời cho đến những trường hợp chấm dứt hoạt động của doanh nghiệp với tư cách một thực thể kinh doanh.

Điều 2 của Luật phá sản doanh nghiệp ở Việt Nam có quy định: "Doanh nghiệp lâm vào tình trạng phá sản là doanh nghiệp gặp khó khăn hoặc thua lỗ trong kinh doanh sau khi đã áp dụng các biện pháp tài chính cần thiết mà vẫn mất khả năng thanh toán nợ đến hạn".

#### **10.2.1.2. Các hình thức phá sản**

##### ***10.2.1.2.1. Phá sản về kinh tế***

Phá sản về kinh tế là tình trạng doanh thu của doanh nghiệp không đủ bù đắp chi phí hoặc lợi nhuận sau thuế thu được từ các hoạt động không tương xứng với vốn đầu tư đã bỏ ra. Mức lợi nhuận tương xứng được hiểu ở đây là mức lợi nhuận cơ hội tương ứng với mức rủi ro của hoạt động đầu tư. Một doanh nghiệp bị lâm vào tình trạng phá sản về kinh tế ngay cả trong trường hợp doanh nghiệp không có bất cứ món nợ nào. Bởi lẽ, đối tượng chính được đề cập trong hình thức phá sản này là lợi nhuận được đo lường độc lập với chi phí trả lãi vay của doanh nghiệp.

##### ***10.2.1.2.2. Phá sản về tài chính***

Phá sản về tài chính được dùng để chỉ một doanh nghiệp bị lâm vào tình trạng không thực hiện được các nghĩa vụ trả nợ mà nó đã cam kết với các chủ nợ theo đúng kỳ hạn. Một doanh nghiệp bị thua lỗ liên tục trong kinh doanh (phá sản về kinh tế) sẽ bị gánh nặng nợ nần chồng chất và sẽ dẫn tới tình trạng bị phá sản về tài chính.

#### **10.2.2. Thanh lý tài sản khi doanh nghiệp phá sản**

Sau khi tiến hành các giải pháp tài chính như gia hạn nợ, giảm nợ... mà vẫn không thể đưa một doanh nghiệp ra khỏi tình trạng phá sản thì doanh nghiệp tuyên bố phá sản và tiến hành các thủ tục thanh lý tài sản theo luật phá sản. Các tài sản sẽ được đem bán và số tiền thu được sẽ được phân phối cho các chủ nợ theo những thứ tự ưu tiên trên nhất định.

Thủ tục thanh lý doanh nghiệp phá sản được quy định trong Chương II, Chương III của Luật phá sản ở Việt Nam. Thứ tự ưu tiên khi phân chia giá trị tài sản còn lại của doanh nghiệp, Luật phá sản quy định như sau:

1. Các khoản lệ phí, các chi phí theo quy định của pháp luật cho việc giải quyết phá sản doanh nghiệp.
2. Các khoản nợ lương, trợ cấp thôi việc, bảo hiểm xã hội theo quy định của pháp luật và các quyền lợi khác theo thoả ước lao động tập thể và hợp đồng lao động đã ký kết.
3. Các khoản nợ thuế
4. Các khoản nợ trả cho các chủ nợ trong danh sách chủ nợ.
  - a. Nếu giá trị tài sản còn lại của doanh nghiệp đủ thanh toán các khoản nợ của chủ nợ, thì mỗi chủ nợ đều được thanh toán đủ số nợ của mình.
  - b. Nếu giá trị tài sản còn lại của doanh nghiệp không đủ thanh toán các khoản nợ của các chủ nợ, thì mỗi chủ nợ chỉ được thanh toán một phần khoản nợ của mình theo tỷ lệ tương ứng.
5. Nếu giá trị còn lại của doanh nghiệp sau khi đã thanh toán đủ số nợ của các chủ nợ mà vẫn còn thừa thì phần này thuộc về:
  - a. Chủ doanh nghiệp, nếu là doanh nghiệp tư nhân
  - b. Các thành viên của công ty, nếu là công ty
  - c. Ngân sách Nhà nước, nếu là doanh nghiệp Nhà nước

### **Chương 10: Tái cấu trúc doanh nghiệp**

---

Sau đây là ví dụ minh họa về vụ phá sản một doanh nghiệp cụ thể - Doanh nghiệp Sao Mai. Giả sử tòa án xác định giá trị thanh lý của doanh nghiệp trị giá khoảng 8.300 triệu đv

Giá trị các khoản nợ có thứ tự ưu tiên cao khi tuyên bố phá sản là:

- |  |        |        |
|--|--------|--------|
| 1. Nợ lương công nhân:                   | 360 tr |        |
| 2. Nợ thuế :                             | 640 tr |        |
| 3. Tổng giá trị các khoản nợ có bảo đảm: |        | 3100tr |

Trong quá trình thanh lý tài sản, các chi phí thanh lý phát sinh 600 tr

Các khoản nợ khác không có đảm bảo:

- |                                 |             |
|---------------------------------|-------------|
| 1. Khoản phải trả:              | 1.500 tr    |
| 2. Nợ dài hạn:                  | 2.200 tr    |
| 3. Nợ ngắn hạn khác:            | 300 tr      |
| 4. Trái phiếu không có bảo đảm: | 1.200 tr    |
| 5, Trái phiếu khác:             | 3.800 tr    |
| Tổng:                           | 9.000 triệu |

Căn cứ vào thứ tự ưu tiên theo luật định, quá trình tiến hành thanh lý được thực hiện như sau:

- |  |             |
|--|-------------|
| 1. Tổng số tiền thu được từ bán tài sản:             | 8.300 triệu |
| 2. Trả các khoản chi phí và nợ có thứ tự ưu tiên cao |             |
| - Chi phí thanh lý tài sản:                          | 600 triệu   |
| - Lương công nhân:                                   | 360 triệu   |
| - Nợ thuế:   | 640 triệu   |
| - Các khoản nợ có đảm bảo:                           | 3100 triệu  |
| Cộng:  | 4700 triệu  |

3. Số tiền còn lại trả cho các chủ nợ khác: 3600 triệu

Tổng số tiền phải trả: 9000 triệu

Vậy tỷ lệ được trả 40%.

### **CÂU HỎI ÔN TẬP**

- 1- Trình bày nội dung những vấn đề tài chính trong sáp nhập và mua lại doanh nghiệp.
- 2- Cho biết thực trạng vấn đề tái cấu trúc lại các doanh nghiệp ở Việt Nam hiện nay.



## **CHƯƠNG 2**

# **PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP**

Phân tích tài chính được các nhà quản lý bắt đầu chú ý từ cuối thế kỷ XIX. Từ đầu thế kỷ XX đến nay, phân tích tài chính thực sự được phát triển và được chú trọng hơn bao giờ hết bởi nhu cầu quản lý doanh nghiệp có hiệu quả ngày càng tăng, sự phát triển mạnh mẽ của hệ thống tài chính, sự phát triển của các tập đoàn kinh doanh và khả năng sử dụng rộng rãi công nghệ thông tin. Nghiên cứu phân tích tài chính là khâu quan trọng trong quản lý doanh nghiệp. Vậy, phân tích tài chính là gì? Chủ thể nào cần phân tích tài chính? Nội dung phân tích và sử dụng phương pháp phân tích như thế nào? Đó là những nội dung cơ bản được đề cập trong chương này.

### **2.1. Mục tiêu phân tích tài chính**

Phân tích tài chính là sử dụng một tập hợp các khái niệm, phương pháp và các công cụ cho phép xử lý các thông tin kế toán và các thông tin khác về quản lý nhằm đánh giá tình hình tài chính của một doanh nghiệp, đánh giá rủi ro, mức độ và chất lượng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đó. Quy trình thực hiện phân tích tài chính ngày càng được áp dụng rộng rãi trong mọi đơn vị kinh tế được tự chủ nhất định về tài chính như các doanh nghiệp thuộc mọi hình thức, được áp dụng trong các tổ chức xã hội, tập thể và các cơ quan quản lý, tổ chức công cộng. Đặc biệt, sự phát triển của các doanh nghiệp, của các ngân hàng và của thị trường vốn đã tạo nhiều cơ hội để phân tích tài chính chứng tỏ thực sự là có ích và vô cùng cần thiết.

Những người phân tích tài chính ở những cương vị khác nhau nhằm các mục tiêu khác nhau.

#### **2.1.1. Phân tích tài chính đối với nhà quản trị**

Nhà quản trị phân tích tài chính nhằm đánh giá hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, xác định điểm mạnh, điểm yếu của doanh nghiệp. Đó là cơ sở để định hướng các quyết định của Ban Tổng giám đốc, Giám đốc tài

chính, dự báo tài chính: kế hoạch đầu tư, ngân quỹ và kiểm soát các hoạt động quản lý.

### **2.1.2. Phân tích tài chính đối với nhà đầu tư**

Nhà đầu tư cần biết tình hình thu nhập của chủ sở hữu - lợi tức cổ phần và giá trị tăng thêm của vốn đầu tư. Họ quan tâm tới phân tích tài chính để nhận biết khả năng sinh lãi của doanh nghiệp. Đó là một trong những căn cứ giúp họ ra quyết định bỏ vốn vào doanh nghiệp hay không?

### **2.1.3. Phân tích tài chính đối với người cho vay**

Người cho vay phân tích tài chính để nhận biết khả năng vay và trả nợ của khách hàng. Chẳng hạn, để quyết định cho vay, một trong những vấn đề mà người cho vay cần xem xét là doanh nghiệp thực sự có nhu cầu vay hay không? Khả năng trả nợ của doanh nghiệp như thế nào?

Ngoài ra, phân tích tài chính cũng rất cần thiết đối với người hưởng lương trong doanh nghiệp, đối với cán bộ thuế, thanh tra, cảnh sát kinh tế, luật sư...Dù họ công tác ở các lĩnh vực khác nhau, nhưng họ đều muốn hiểu biết về hoạt động của doanh nghiệp để thực hiện tốt hơn công việc của họ.

Như vậy, mỗi quan tâm hàng đầu của các nhà phân tích tài chính là đánh giá khả năng xảy ra rủi ro phá sản tác động tới các doanh nghiệp mà biểu hiện của nó là khả năng thanh toán, khả năng cân đối vốn, khả năng hoạt động cũng như khả năng sinh lãi của doanh nghiệp. Trên cơ sở đó, các nhà phân tích tài chính tiếp tục nghiên cứu và đưa ra những dự đoán về kết quả hoạt động nói chung và mức doanh lợi nói riêng của doanh nghiệp trong tương lai. Nói cách khác, phân tích tài chính là cơ sở để dự đoán tài chính. Phân tích tài chính có thể được ứng dụng theo nhiều hướng khác nhau: với mục đích tác nghiệp (chuẩn bị các quyết định nội bộ), với mục đích nghiên cứu, thông tin hoặc theo vị trí của nhà phân tích (trong doanh nghiệp hoặc ngoài doanh nghiệp). Tuy nhiên, trình tự phân tích và dự đoán tài chính đều phải tuân theo các nghiệp vụ phân tích thích ứng với từng giai đoạn dự đoán.



## 2.2. Thu thập thông tin sử dụng trong phân tích tài chính

Trong phân tích tài chính, nhà phân tích phải thu thập, sử dụng mọi nguồn thông tin: từ những thông tin nội bộ doanh nghiệp đến những thông tin bên ngoài doanh nghiệp, từ thông tin số lượng đến thông tin giá trị. Những thông tin đó đều giúp cho nhà phân tích có thể đưa ra được những nhận xét, kết luận tinh tế và thích đáng.

Trong những thông tin bên ngoài, cần lưu ý thu thập những thông tin chung (thông tin liên quan đến trạng thái nền kinh tế, cơ hội kinh doanh,

chính sách thuế, lãi suất), thông tin về ngành kinh doanh (thông tin liên quan đến vị trí của ngành trong nền kinh tế, cơ cấu ngành, các sản phẩm của ngành, tình trạng công nghệ, thị phần ...) và các thông tin về pháp lý, kinh tế đối với doanh nghiệp (các thông tin mà các doanh nghiệp phải báo cáo cho các cơ quan quản lý như: tình hình quản lý, kiểm toán, kế hoạch sử dụng kết quả kinh doanh của doanh nghiệp...).

Tuy nhiên, để đánh giá một cách cơ bản tình hình tài chính của doanh nghiệp, có thể sử dụng thông tin kế toán trong nội bộ doanh nghiệp như là một nguồn thông tin quan trọng bậc nhất. Với những đặc trưng hệ thống, đồng nhất và phong phú, kế toán hoạt động như một nhà cung cấp quan trọng những thông tin đáng giá cho phân tích tài chính. Vả lại, các doanh nghiệp cũng có nghĩa vụ cung cấp những thông tin kế toán cho các đối tác bên trong và bên ngoài doanh nghiệp. Thông tin kế toán được phản ánh khá đầy đủ trong các báo cáo kế toán. Phân tích tài chính được thực hiện trên cơ sở các báo cáo tài chính - được hình thành thông qua việc xử lý các báo cáo kế toán chủ yếu: đó là Bảng cân đối kế toán, Báo cáo kết quả kinh doanh, Ngân quỹ (Báo cáo lưu chuyển tiền tệ).

### **2.2.1. Bảng cân đối kế toán**

Bảng cân đối kế toán là một báo cáo tài chính mô tả tình trạng tài chính của một doanh nghiệp tại một thời điểm nhất định nào đó. Đây là một báo cáo tài chính có ý nghĩa rất quan trọng đối với mọi đối tượng có quan hệ sở hữu, quan hệ kinh doanh và quan hệ quản lý với doanh nghiệp. Thông thường, Bảng cân đối kế toán được trình bày dưới dạng bảng cân đối số dư các tài khoản kế toán: một bên phản ánh tài sản và một bên phản ánh nguồn vốn của doanh nghiệp.

Bên tài sản của Bảng cân đối kế toán phản ánh giá trị của toàn bộ tài sản hiện có đến thời điểm lập báo cáo thuộc quyền quản lý và sử dụng của doanh nghiệp: đó là tài sản cố định, tài sản lưu động. Bên nguồn vốn phản ánh số vốn để hình thành các loại tài sản của doanh nghiệp đến thời điểm lập báo cáo: Đó là vốn của chủ (vốn tự có) và các khoản nợ.

Các khoản mục trên Bảng cân đối kế toán được sắp xếp theo khả năng chuyển hoá thành tiền giảm dần từ trên xuống.

***Bên tài sản***

Tài sản lưu động (tiền và chứng khoán ngắn hạn dễ bán, các khoản phải thu, dự trữ); tài sản tài chính; tài sản cố định hữu hình và vô hình.

***Bên nguồn vốn***

*Nợ ngắn hạn* (nợ phải trả nhà cung cấp, các khoản phải nộp, phải trả khác, nợ ngắn hạn ngân hàng thương mại và các tổ chức tín dụng khác); *nợ dài hạn* (nợ vay dài hạn ngân hàng thương mại và các tổ chức tín dụng khác, vay bằng cách phát hành trái phiếu); *vốn chủ sở hữu* (thường bao gồm: vốn góp ban đầu, lợi nhuận không chia, phát hành cổ phiếu mới)

Về mặt kinh tế, bên tài sản phản ánh quy mô và kết cấu các loại tài sản; bên nguồn vốn phản ánh cơ cấu tài trợ, cơ cấu vốn cũng như khả năng độc lập về tài chính của doanh nghiệp.

Bên tài sản và bên nguồn vốn của Bảng cân đối kế toán đều có các cột chỉ tiêu: số đầu kỳ, số cuối kỳ. Ngoài các khoản mục trong nội bảng còn có một số khoản mục ngoài bảng cân đối kế toán như: một số tài sản thuê ngoài, vật tư, hàng hoá nhận giữ hộ, nhận gia công, hàng hoá nhận bán hộ, ngoại tệ các loại v.v...

Nhìn vào Bảng cân đối kế toán, nhà phân tích có thể nhận biết được loại hình doanh nghiệp, quy mô, mức độ tự chủ tài chính của doanh nghiệp. Bảng cân đối kế toán là một tư liệu quan trọng bậc nhất giúp cho các nhà phân tích đánh giá được khả năng cân bằng tài chính, khả năng thanh toán và khả năng cân đối vốn của doanh nghiệp.

**2.2.2. Báo cáo kết quả kinh doanh**

Một thông tin không kém phần quan trọng được sử dụng trong phân tích tài chính là thông tin phản ánh trong báo cáo Kết quả kinh doanh. Khác với bảng cân đối kế toán, báo cáo Kết quả kinh doanh cho biết sự dịch chuyển của tiền trong quá trình sản xuất - kinh doanh của doanh nghiệp và cho phép dự tính khả năng hoạt động của doanh nghiệp trong tương lai. Báo cáo Kết quả kinh doanh cũng giúp nhà phân tích so sánh doanh thu với số tiền thực nhập quỹ khi bán hàng hóa, dịch vụ; so sánh tổng chi phí phát sinh với số tiền thực xuất quỹ để vận hành doanh nghiệp. Trên cơ sở doanh thu và chi phí, có thể xác định được kết quả sản xuất - kinh doanh: lãi hay lỗ trong năm. Như vậy, báo cáo Kết quả kinh doanh phản ánh kết quả hoạt động sản

## **Chương 2: Phân tích tài chính doanh nghiệp**

---

xuất - kinh doanh, phản ánh tình hình tài chính của doanh nghiệp trong một thời kỳ nhất định. Nó cung cấp những thông tin tổng hợp về tình hình và kết quả sử dụng các tiềm năng về vốn, lao động, kỹ thuật và trình độ quản lý sản xuất - kinh doanh của doanh nghiệp.

Những khoản mục chủ yếu được phản ánh trên báo cáo Kết quả kinh doanh: doanh thu từ hoạt động sản xuất kinh doanh; doanh thu từ hoạt động tài chính; doanh thu từ hoạt động bất thường và chi phí tương ứng với từng hoạt động đó.

Những loại thuế như: VAT, Thuế tiêu thụ đặc biệt, về bản chất, không phải là doanh thu và không phải là chi phí của doanh nghiệp nên không được phản ánh trên báo cáo Kết quả kinh doanh. Toàn bộ các khoản thuế đối với doanh nghiệp và các khoản phải nộp khác được phản ánh trong phần: Tình hình thực hiện nghĩa vụ với Nhà nước.

### **2.2.3. Ngân quỹ (Báo cáo lưu chuyển tiền tệ)**

Để đánh giá một doanh nghiệp có đảm bảo được chi trả hay không, cần tìm hiểu tình hình Ngân quỹ của doanh nghiệp. Ngân quỹ thường được xác định cho thời hạn ngắn (thường là từng tháng)

Xác định hoặc dự báo dòng tiền thực nhập quỹ (thu Ngân quỹ), bao gồm: dòng tiền nhập quỹ từ hoạt động kinh doanh (từ bán hàng hoá hoặc dịch vụ); dòng tiền nhập quỹ từ hoạt động đầu tư, tài chính; dòng tiền nhập quỹ từ hoạt động bất thường.

Xác định hoặc dự báo dòng tiền thực xuất quỹ (chi Ngân quỹ), bao gồm: dòng tiền xuất quỹ thực hiện sản xuất kinh doanh; dòng tiền xuất quỹ thực hiện hoạt động đầu tư, tài chính; dòng tiền xuất quỹ thực hiện hoạt động bất thường.

Trên cơ sở dòng tiền nhập quỹ và dòng tiền xuất quỹ, nhà phân tích thực hiện cân đối ngân quỹ với số dư ngân quỹ đầu kỳ để xác định số dư ngân quỹ cuối kỳ. Từ đó, có thể thiết lập mức ngân quỹ dự phòng tối thiểu cho doanh nghiệp nhằm mục tiêu đảm bảo chi trả.

Tóm lại, để phân tích tình hình tài chính của một doanh nghiệp, các nhà phân tích cần phải đọc và hiểu được các báo cáo tài chính, qua đó, họ nhận biết được và tập trung vào các chỉ tiêu tài chính liên quan trực tiếp tới mục tiêu phân tích của họ. Tất nhiên, muốn được như vậy, các nhà phân tích

cần tìm hiểu thêm nội dung chi tiết các khoản mục của các báo cáo tài chính trong một số môn học liên quan.

## **2.3. Phương pháp và nội dung phân tích tài chính**

### **2.3.1. Phương pháp phân tích tài chính**

Phương pháp truyền thống được áp dụng phổ biến trong phân tích tài chính là phương pháp tỷ số. Phương pháp tỷ số là phương pháp trong đó các tỷ số được sử dụng để phân tích. Đó là các tỷ số đơn được thiết lập bởi chỉ tiêu này so với chỉ tiêu khác. Đây là phương pháp có tính hiện thực cao với các điều kiện áp dụng ngày càng được bổ sung và hoàn thiện. Bởi lẽ, *thứ nhất*: nguồn thông tin kế toán và tài chính được cải tiến và được cung cấp đầy đủ hơn. Đó là cơ sở để hình thành những tỷ lệ tham chiếu tin cậy cho việc đánh giá một tỷ số của một doanh nghiệp hay một nhóm doanh nghiệp; *thứ hai*, việc áp dụng công nghệ tin học cho phép tích lũy dữ liệu và thúc đẩy nhanh quá trình tính toán hàng loạt các tỷ số; *thứ ba*, phương pháp phân tích này giúp nhà phân tích khai thác có hiệu quả những số liệu và phân tích một cách hệ thống hàng loạt tỷ số theo chuỗi thời gian liên tục hoặc theo từng giai đoạn.

Về nguyên tắc, với phương pháp tỷ số, cần xác định được các ngưỡng, các tỷ số tham chiếu. Để đánh giá tình trạng tài chính của một doanh nghiệp cần so sánh các tỷ số của doanh nghiệp với các tỷ số tham chiếu. Như vậy, phương pháp so sánh luôn được sử dụng kết hợp với các phương pháp phân tích tài chính khác. Khi phân tích, nhà phân tích thường so sánh theo thời gian (so sánh kỳ này với kỳ trước) để nhận biết xu hướng thay đổi tình hình tài chính của doanh nghiệp, theo không gian (so sánh với mức trung bình ngành) để đánh giá vị thế của doanh nghiệp trong ngành.

Bên cạnh đó, các nhà phân tích còn sử dụng phương pháp phân tích tài chính DUPONT. Với phương pháp này, các nhà phân tích sẽ nhận biết được các nguyên nhân dẫn đến các hiện tượng tốt, xấu trong hoạt động của doanh nghiệp. Bản chất của phương pháp này là tách một tỷ số tổng hợp phản ánh sức sinh lợi của doanh nghiệp như thu nhập trên tài sản (ROA), thu nhập sau thuế trên vốn chủ sở hữu (ROE) thành tích số của chuỗi các tỷ số

có mối quan hệ nhân quả với nhau. Điều đó cho phép phân tích ảnh hưởng của các tỷ số đó đối với tỷ số tổng hợp.

### **2.3.2. Nội dung phân tích tài chính**

#### **2.3.2.1. Phân tích các tỷ số tài chính**

Trong phân tích tài chính, các tỷ số tài chính chủ yếu thường được phân thành 4 nhóm chính:

\* **Tỷ số về khả năng thanh toán:** đây là nhóm chỉ tiêu được sử dụng để đánh giá khả năng đáp ứng các khoản nợ ngắn hạn của doanh nghiệp.

\* **Tỷ số về khả năng cân đối vốn hoặc cơ cấu vốn:** nhóm chỉ tiêu này phản ánh mức độ ổn định và tự chủ tài chính cũng như khả năng sử dụng nợ vay của doanh nghiệp.

\* **Tỷ số về khả năng hoạt động:** đây là nhóm chỉ tiêu đặc trưng cho việc sử dụng tài nguyên, nguồn lực của doanh nghiệp.

\* **Tỷ số về khả năng sinh lãi:** nhóm chỉ tiêu này phản ánh hiệu quả sản xuất - kinh doanh tổng hợp nhất của một doanh nghiệp.

Tuỳ theo mục tiêu phân tích tài chính mà nhà phân tích chú trọng nhiều hơn tới nhóm tỷ số này hay nhóm tỷ số khác. Chẳng hạn, các chủ nợ ngắn hạn đặc biệt quan tâm tới tình hình khả năng thanh toán của người vay. Trong khi đó, các nhà đầu tư dài hạn quan tâm nhiều hơn đến khả năng hoạt động và hiệu quả sản xuất - kinh doanh. Họ cũng cần nghiên cứu tình hình về khả năng thanh toán để đánh giá khả năng của doanh nghiệp đáp ứng nhu cầu thanh toán hiện tại và xem xét lợi nhuận để dự tính khả năng trả nợ cuối cùng của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, họ cũng chú trọng tới tỷ số về cơ cấu vốn vì sự thay đổi tỷ số này sẽ ảnh hưởng đáng kể tới lợi ích của họ.

Mỗi nhóm tỷ số trên bao gồm nhiều tỷ số và trong từng trường hợp các tỷ số được lựa chọn sẽ phụ thuộc vào bản chất, quy mô của hoạt động phân tích. Phần tiếp theo sẽ đề cập tới những tỷ số chủ yếu nhất, phổ biến nhất được dùng trong phân tích, đánh giá tình hình tài chính của một doanh nghiệp. Tuy nhiên, việc phân tích các tỷ số sẽ có ý nghĩa hơn nếu sử dụng số liệu trong các báo cáo tài chính để minh họa bản chất, cách tính toán và ý nghĩa của các tỷ số. Vì lẽ đó, một loạt các số liệu minh họa được cung cấp



trong các bảng 2.1; 2.2. Đó là Bảng cân đối kế toán và báo cáo Kết quả kinh doanh. Hình thức các báo cáo tài chính được trình bày ở đây là chung nhất cho mọi trường hợp.

**DOANH NGHIỆP X**

**Bảng 2.1. Bảng cân đối kế toán**

Ngày 31 tháng 12 năm N-1 và N

*Đơn vị: 100 đơn vị tiền*

<b>Tài sản</b>	<b>N-1</b>	<b>N</b>	<b>Nguồn vốn</b>	<b>N-1</b>	<b>N</b>
Tiền và chứng khoán dễ bán	4,0	3,9	Vay ngân hàng	5,1	18,2
Các khoản phải thu	18,5	29,5	Các khoản phải trả	10,3	20,0
Dự trữ	33,1	46,7	Các khoản phải nộp	5,1	7,3
			Tổng nợ ngắn hạn	20,5	45,5
			Vay dài hạn	12,2	11,9
Tổng TS lưu động	55,6	80,1	Cổ phiếu thường	23,3	23,3
Tài sản cố định (NG)	20,1	22,9	Lợi nhuận không chia	15,0	15,6
Khấu hao TSCĐ	4,7	6,7			
Tài sản cố định (theo giá còn lại)	15,4	16,2			
Tổng tài sản	71,0	96,3	Tổng nguồn vốn	71,0	96,3

**DOANH NGHIỆP X**

**Bảng 2.2 Báo cáo Kết quả kinh doanh**

đến ngày 31/12 năm N - 1, N

Đơn vị: 100 đơn vị tiền

<b>Chỉ tiêu</b>	<b>N - 1</b>	<b>N</b>
1. Doanh thu	184,7	195,7
2. Giá vốn hàng bán	151,8	166,8
3. Lãi gộp	32,9	28,9
* Chi phí điều hành		
- Chi phí tiêu thụ	15,3	16,9
- Chi phí thuê	3,6	5,7
* Khấu hao tài sản cố định	1,7	2,0
4. Lợi nhuận trước thuế và lãi	12,3	4,3
5. Lãi vay	1,75	2,97
6. Lợi nhuận trước thuế (TNST)	10,55	1,33
7. Thuế thu nhập doanh nghiệp	4,2	0,53
8. Lợi nhuận sau thuế (TNST)	6,35	0,8
9. Trả lãi cổ phần	1,6	0,2
10. Lợi nhuận không chia	4,75	0,6

**2.3.2.1.1. Các tỷ số về khả năng thanh toán**

$$\text{Khả năng thanh toán hiện hành} = \frac{\text{Tài sản lưu động}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$$

Tài sản lưu động thông thường bao gồm tiền, các chứng khoán ngắn hạn dễ chuyển nhượng (tương đương tiền), các khoản phải thu và dự trữ (tồn kho); còn nợ ngắn hạn thường bao gồm các khoản vay ngắn hạn ngân hàng thương mại và các tổ chức tín dụng khác, các khoản phải trả nhà cung cấp, các khoản phải trả, phải nộp khác vv... Cả tài sản lưu động và nợ ngắn hạn đều có thời hạn nhất định - tới một năm. Tỷ số khả năng thanh toán hiện hành là thước đo khả năng thanh toán ngắn hạn của doanh nghiệp, nó cho biết mức độ các khoản nợ của các chủ nợ ngắn hạn được trang trải bằng các

tài sản có thể chuyển thành tiền trong một giai đoạn tương đương với thời hạn của các khoản nợ đó.

**Từ số liệu trên Bảng cân đối kế toán ta có:**

**Tỷ số thanh toán hiện hành:**

$$\begin{aligned}\text{Năm N - 1} &= \frac{55,6}{20,5} = 2,71 \\ \text{Năm N} &= \frac{80,1}{45,5} = 1,76\end{aligned}$$

Tỷ số trung bình của ngành là 2,5.

Tỷ số thanh toán hiện hành năm nay thấp hơn so với năm trước và thấp hơn so với mức trung bình của ngành. Điều này cho thấy: mức dự trữ năm nay cao hơn so với năm trước có thể là do sản xuất tăng hoặc do hàng không bán được. Trong khi đó, mức nợ ngắn hạn của doanh nghiệp cũng tăng nhưng với tốc độ lớn hơn so với tốc độ tăng dự trữ. Nếu với mức trung bình của ngành thì doanh nghiệp chỉ cần 40% giá trị tài sản lưu động để trang trải đủ các khoản nợ đến hạn. Song, doanh nghiệp đã phải dùng tới 56,8% giá trị tài sản lưu động mới đủ để thanh toán các khoản nợ. Tỷ số khả năng thanh toán hiện hành của doanh nghiệp thấp hơn nhiều so với mức trung bình của ngành. Đây là một vấn đề mà doanh nghiệp cần lưu ý trong thời gian tới.

Để đánh giá khả năng thanh toán các khoản nợ ngắn hạn khi đến hạn, các nhà phân tích còn quan tâm đến chỉ tiêu vốn lưu động ròng (net working capital) hay vốn lưu động thường xuyên của doanh nghiệp. Chỉ tiêu này cũng là một yếu tố quan trọng và cần thiết cho việc đánh giá điều kiện cân bằng tài chính của một doanh nghiệp. Nó được xác định là phần chênh lệch giữa tổng tài sản lưu động và tổng nợ ngắn hạn, hoặc là phần chênh lệch giữa vốn thường xuyên ổn định với tài sản cố định ròng. Khả năng đáp ứng nghĩa vụ thanh toán, mở rộng quy mô sản xuất kinh doanh và khả năng nắm bắt thời cơ thuận lợi của nhiều doanh nghiệp phụ thuộc phần lớn vào vốn lưu động ròng. Do vậy, sự phát triển của không ít doanh nghiệp còn được thể

## **Chương 2: Phân tích tài chính doanh nghiệp**

---

hiện ở sự tăng trưởng vốn lưu động ròng. Trong khi đó, chỉ tiêu này của doanh nghiệp X năm N (34,6) bị giảm sút so với năm N - 1 (35,1).

**Tỷ số khả năng thanh toán nhanh:** là tỷ số giữa các tài sản quay vòng nhanh với nợ ngắn hạn. Tài sản quay vòng nhanh là những tài sản có thể nhanh chóng chuyển đổi thành tiền, bao gồm: tiền, chứng khoán ngắn hạn, các khoản phải thu. Tài sản dự trữ (tồn kho) là các tài sản khó chuyển thành tiền hơn trong tổng tài sản lưu động và dễ bị lỗ nhất nếu được bán. Do vậy, tỷ số khả năng thanh toán nhanh cho biết khả năng hoàn trả các khoản nợ ngắn hạn không phụ thuộc vào việc bán tài sản dự trữ (tồn kho) và được xác định bằng cách lấy tài sản lưu động trừ phần dự trữ (tồn kho) chia cho nợ ngắn hạn.

$$\text{Khả năng thanh toán nhanh} = \frac{\text{Tài sản lưu động - dự trữ}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$$

Áp dụng vào doanh nghiệp X ta tính được tỷ số khả năng thanh toán nhanh:

$$\text{Năm N - 1} = \frac{55,6 - 33,1}{20,5} = 1,09$$

$$\text{Năm N} = \frac{80,1 - 46,7}{45,5} = 0,73$$

Tỷ số trung bình của ngành là 1.

Tỷ số khả năng thanh toán nhanh thấp hơn năm trước và cũng thấp hơn so với mức trung bình của ngành. Nguyên nhân là do mức dự trữ của doanh nghiệp tăng lên đáng kể nhưng với tốc độ thấp hơn tốc độ tăng các khoản nợ ngắn hạn. Trong khi đó, tiền hầu như không thay đổi, các khoản phải thu gia tăng phần nào. Những thay đổi về chính sách tín dụng và cơ cấu tài trợ đã làm khả năng thanh toán của doanh nghiệp trở nên yếu kém. Doanh nghiệp

không thể thanh toán nhanh các khoản nợ ngắn hạn đến hạn nếu không sử dụng đến một phần dự trữ.

- **Tỷ số dự trữ (tồn kho) trên vốn lưu động ròng:** tỷ số này cho biết dự trữ chiếm bao nhiêu phần trăm vốn lưu động ròng. Nó được tính bằng cách chia dự trữ (tồn kho) cho vốn lưu động ròng.

Đối với doanh nghiệp X, tỷ số này năm N - 1 là 94,3%, năm N là 135% trong khi tỷ số tham chiếu là 87%. Như vậy, so với mức trung bình ngành, tỷ số dự trữ trên vốn lưu động ròng của doanh nghiệp là quá cao, đặc biệt năm N, dự trữ cao tới mức toàn bộ vốn lưu động ròng không đủ để tài trợ cho nó. Điều này liên quan tới cơ cấu vốn, cơ cấu tài trợ cũng như cơ cấu tài sản lưu động của doanh nghiệp.

#### **2.3.2.1.2. Các tỷ số về khả năng cân đối vốn**

Tỷ số này được dùng để đo lường phần vốn góp của các chủ sở hữu doanh nghiệp so với phần tài trợ của các chủ nợ đối với doanh nghiệp và có ý nghĩa quan trọng trong phân tích tài chính. Bởi lẽ, các chủ nợ nhìn vào số vốn của chủ sở hữu công ty để thể hiện mức độ tin tưởng vào sự bảo đảm an toàn cho các món nợ. Nếu chủ sở hữu doanh nghiệp chỉ đóng góp một tỷ lệ nhỏ trong tổng số vốn thì rủi ro xảy ra trong sản xuất - kinh doanh chủ yếu do các chủ nợ gánh chịu. Mặt khác, bằng cách tăng vốn thông qua vay nợ, các chủ doanh nghiệp vẫn nắm quyền kiểm soát và điều hành doanh nghiệp. Ngoài ra, nếu doanh nghiệp thu được lợi nhuận từ tiền vay thì lợi nhuận dành cho các chủ doanh nghiệp sẽ gia tăng đáng kể.

- **Tỷ số nợ trên tổng tài sản (hệ số nợ):** tỷ số này được sử dụng để xác định nghĩa vụ của chủ doanh nghiệp đối với các chủ nợ trong việc góp vốn. Thông thường các chủ nợ thích tỷ số nợ trên tổng tài sản vừa phải vì tỷ số này càng thấp thì khoản nợ càng được đảm bảo trong trường hợp doanh nghiệp bị phá sản. Trong khi đó, các chủ sở hữu doanh nghiệp ưa thích tỷ số này cao vì họ muốn lợi nhuận gia tăng nhanh và muốn toàn quyền kiểm soát doanh nghiệp. Song, nếu tỷ số nợ quá cao, doanh nghiệp dễ bị rơi vào tình trạng mất khả năng thanh toán.

Đối với doanh nghiệp X, tỷ số nợ năm N - 1 là 46,1%; năm N là 59,61%; tỷ số trung bình của ngành là 50%. Ta thấy tỷ số nợ năm nay cao hơn năm trước và cao hơn nhiều so với tỷ số trung bình của ngành. Nguyên

## **Chương 2: Phân tích tài chính doanh nghiệp**

---

nhân chủ yếu là do tăng các khoản nợ ngắn hạn (nợ dài hạn và vốn của chủ sở hữu hầu như không thay đổi). Tỷ số nợ năm nay thể hiện sự bất lợi đối với các chủ nợ nhưng lại có lợi cho chủ sở hữu nếu đồng vốn được sử dụng có khả năng sinh lợi cao. Để có nhận xét đúng đắn về chỉ tiêu này cần phải kết hợp với các tỷ số khác. Tuy nhiên, có thể nói rằng, với tỷ số nợ 59,61%, doanh nghiệp khó có thể huy động tiền vay để tiến hành sản xuất - kinh doanh trong thời gian tới.

- **Khả năng thanh toán lãi vay hoặc số lần có thể trả lãi:** thể hiện ở tỷ số giữa lợi nhuận trước thuế và lãi vay trên lãi vay. Nó cho biết mức độ lợi nhuận đảm bảo khả năng trả lãi hàng năm như thế nào. Việc không trả được các khoản nợ này sẽ thể hiện khả năng doanh nghiệp có nguy cơ bị phá sản.

Đối với doanh nghiệp X, ta xác định được khả năng thanh toán lãi vay như sau:

$$\begin{aligned}\text{Năm N - 1} &= \frac{12,3}{1,75} = 7,02 \\ \text{Năm N} &= \frac{4,3}{2,97} = 1,45\end{aligned}$$

Tỷ số trung bình của ngành là 7,7.

Tỷ số về khả năng thanh toán lãi vay năm N của doanh nghiệp quá thấp so với năm N - 1 và so với tỷ số trung bình của ngành. Khả năng trả lãi vay của doanh nghiệp là quá kém. Điều này cũng thể hiện khả năng sinh lợi của tài sản thấp.

Như vậy, doanh nghiệp X sẽ khó có thể vay tiếp được nữa vì tỷ số nợ đã quá cao mà khả năng trả lãi vay lại quá thấp so với mức trung bình của ngành.

### **2.3.2.1.3. Các tỷ số về khả năng hoạt động**

Các tỷ số hoạt động được sử dụng để đánh giá hiệu quả sử dụng tài sản của doanh nghiệp. Vốn của doanh nghiệp được dùng để đầu tư cho các loại tài sản khác nhau như tài sản cố định, tài sản lưu động. Do đó, các nhà phân tích không chỉ quan tâm tới việc đo lường hiệu quả sử dụng tổng tài sản mà

còn chú trọng tới hiệu quả sử dụng của từng bộ phận cấu thành tổng tài sản của doanh nghiệp. Chỉ tiêu doanh thu được sử dụng chủ yếu trong tính toán các tỷ số này để xem xét khả năng hoạt động của doanh nghiệp.

**- Vòng quay tiền**

Tỷ số này được xác định bằng cách chia doanh thu (DT) trong năm cho tổng số tiền và các loại tài sản tương đương tiền bình quân (chứng khoán ngắn hạn dễ chuyển nhượng); nó cho biết số vòng quay của tiền trong năm.

Vòng quay tiền của doanh nghiệp X năm N - 1 và năm N tương ứng là 46,2 và 50,1. So với mức bình quân của ngành là 55,0 thì chỉ tiêu này của doanh nghiệp là thấp. Tuy nhiên, vòng quay tiền năm N cao hơn năm N-1 chưa chứng tỏ hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp tốt hơn mà phải kết hợp phân tích một số chỉ tiêu khác.

**- Vòng quay dự trữ (tồn kho)**

Là một chỉ tiêu khá quan trọng để đánh giá hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, vòng quay dự trữ được xác định bằng tỷ số giữa doanh thu trong năm và giá trị dự trữ (nguyên vật liệu, vật liệu phụ, sản phẩm dở dang, thành phẩm) bình quân.

Áp dụng vào doanh nghiệp X ta có:

$$\text{Vòng quay dự trữ: Năm N - 1} = \frac{184,7}{33,1} = 5,58$$

$$\text{Năm N} = 195,7 / 46,7 = 4,19$$

Tỷ số trung bình của ngành là 9.

Số vòng quay dự trữ năm nay thấp hơn năm trước và thấp hơn nhiều so với mức trung bình của ngành. Điều này chứng tỏ sự bất hợp lý và kém hiệu quả trong hoạt động quản lý dự trữ của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, khâu sản xuất và tiêu thụ sản phẩm cũng cần được xem xét nhằm đưa ra giải pháp xử lý đúng đắn và kịp thời.

$$\text{Kỳ thu tiền bình quân} = \text{Các khoản phải thu} / \text{DT}$$

Trong phân tích tài chính, kỳ thu tiền được sử dụng để đánh giá khả năng thu tiền trong thanh toán trên cơ sở các khoản phải thu và doanh thu

## **Chương 2: Phân tích tài chính doanh nghiệp**

---

bình quân một ngày. Các khoản phải thu lớn hay nhỏ phụ thuộc vào chính sách tín dụng thương mại của doanh nghiệp và các khoản trả trước.

Áp dụng vào doanh nghiệp X ta có:

$$\begin{aligned}\text{Kỳ thu tiền bình quân: Năm N - 1} &= \frac{18,5 \times 360}{184,41} = 36 \\ \text{Năm N} &= \frac{29,5 \times 360}{195,7} = 54,3\end{aligned}$$

Mức trung bình của ngành là 32.

Kỳ thu tiền bình quân năm nay cao hơn năm trước và quá cao so với mức trung bình của ngành. Đây là một vấn đề đáng chú ý, bởi lẽ, doanh thu hầu như tăng không đáng kể, tỷ số này cao gấp tới 1,7 lần mức trung bình của ngành, chứng tỏ vốn bị ứ đọng lớn trong khâu thanh toán, trong khi đó, thị trường tiêu thụ không hề tiến triển được.

### **- Hiệu suất sử dụng tài sản cố định**

Chỉ tiêu này cho biết một đồng tài sản cố định tạo ra được bao nhiêu đồng doanh thu trong một năm.

$$\text{Hiệu suất sử dụng tài sản cố định} = \text{DT/TSCĐ}$$

Tài sản cố định ở đây được xác định theo giá trị còn lại đến thời điểm lập báo cáo.

Hiệu suất sử dụng tài sản cố định của doanh nghiệp X năm N (12,1) hầu như không tăng so với năm N - 1 (12) và cao hơn mức trung bình ngành (5,0). Điều này chứng tỏ doanh nghiệp sử dụng tài sản cố định có hiệu quả.

### **- Hiệu suất sử dụng tổng tài sản:**

Chỉ tiêu này còn được gọi là vòng quay toàn bộ tài sản, nó được đo bằng tỷ số giữa doanh thu và tổng tài sản và cho biết một đồng tài sản đem lại bao nhiêu đồng doanh thu.

$$\text{Hiệu suất sử dụng tổng tài sản} = \text{DT/TS}$$

Từ số liệu của doanh nghiệp X ta tính được hiệu suất sử dụng tổng tài sản :



$$\begin{array}{l} \text{Năm N - 1 : } \frac{184,7}{71} = 2,6 \\ \text{Năm N : } \frac{195,7}{96,3} = 2,03 \end{array}$$

Tỷ lệ trung bình của ngành là: 3.

Hiệu suất sử dụng tổng tài sản có năm nay thấp hơn năm trước và thấp hơn mức trung bình của ngành. Điều này chứng tỏ hiệu quả sử dụng tài sản lưu động của doanh nghiệp thấp. Doanh nghiệp cần có biện pháp cải thiện tình hình này.

#### **2.3.2.1.4. Các tỷ số về khả năng sinh lãi**

Nếu như các nhóm tỷ số trên đây phản ánh hiệu quả từng hoạt động riêng biệt của doanh nghiệp thì tỷ số về khả năng sinh lãi phản ánh tổng hợp nhất hiệu quả sản xuất - kinh doanh và hiệu năng quản lý doanh nghiệp.

Doanh lợi tiêu thụ sản phẩm = TNST/DT

Chỉ tiêu này được xác định bằng cách chia thu nhập sau thuế (lợi nhuận sau thuế) cho doanh thu. Nó phản ánh số lợi nhuận sau thuế trong một trăm đồng doanh thu.

Áp dụng vào doanh nghiệp X ta có:

$$\begin{array}{l} \text{Năm N - 1 : } \frac{6,35}{184,7} = 3,44\% \\ \text{Năm N : } \frac{0,8}{195,7} = 0,41\% \end{array}$$

Tỷ lệ trung bình của ngành là 2,9%.

Mức doanh lợi tiêu thụ sản phẩm năm nay suy giảm với mức độ rất lớn so với năm trước (chỉ còn xấp xỉ 12% mức doanh lợi tiêu thụ của năm trước). Năm N doanh thu tiêu thụ tăng không đáng kể, trong khi đó chi phí

## **Chương 2: Phân tích tài chính doanh nghiệp**

---

mua hàng bán và chi phí khác tăng với tốc độ lớn, tình hình đó dẫn đến lợi nhuận sau thuế giảm sút và kết quả là chỉ tiêu doanh lợi tiêu thụ sản phẩm quá thấp. Để cải thiện tình hình này, doanh nghiệp cần quan tâm tới các biện pháp hạ thấp chi phí, tăng doanh thu trong thời gian tới.

**- Tỷ số thu nhập sau thuế trên vốn chủ sở hữu (Doanh lợi vốn chủ sở hữu): ROE**

$$ROE = TNST/VCSH$$

Chỉ tiêu doanh lợi vốn chủ sở hữu được xác định bằng cách chia thu nhập sau thuế cho vốn chủ sở hữu. Nó phản ánh khả năng sinh lợi của vốn chủ sở hữu và được các nhà đầu tư đặc biệt quan tâm khi họ quyết định bỏ vốn đầu tư vào doanh nghiệp. Tăng mức doanh lợi vốn chủ sở hữu là một mục tiêu quan trọng nhất trong hoạt động quản lý tài chính doanh nghiệp.

Đối với doanh nghiệp X, chỉ tiêu doanh lợi vốn chủ sở hữu:

$$\begin{array}{lcl} & 6,35 & \\ \text{Năm N - 1 :} & \frac{\quad}{38,3} & = 16,6\% \\ & 0,8 & \\ \text{Năm N :} & \frac{\quad}{38,9} & = 2,05\% \end{array}$$

Tỷ lệ trung bình của ngành là 17,5%

Doanh lợi vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp năm nay giảm mạnh so với năm trước và giảm mạnh hơn so với mức trung bình của ngành. Điều này không làm thỏa mãn các chủ sở hữu. Nguyên nhân cơ bản là do doanh thu hầu như không tăng, trong khi đó, chi phí tăng nhanh, điều đó dẫn đến lợi nhuận sau thuế quá thấp, khả năng sinh lợi của vốn chủ sở hữu, vì thế, giảm sút một cách nghiêm trọng.

**- Doanh lợi tài sản: ROA**

$$ROA = TTT\&L/TS \text{ hoặc } ROA = TNST/TS$$

Đây là một chỉ tiêu tổng hợp nhất được dùng để đánh giá khả năng sinh lợi của một đồng vốn đầu tư. Tùy thuộc vào tình hình cụ thể của doanh nghiệp được phân tích và phạm vi so sánh mà người ta lựa chọn thu nhập trước thuế và lãi hoặc thu nhập sau thuế để so sánh với tổng tài sản.

Áp dụng cho doanh nghiệp X, ta có:

$$\begin{aligned} \text{ROA} : \text{Năm N - 1} : & \frac{6,35}{71} = 8,94\% \\ \text{Năm N} : & \frac{0,8}{96,3} = 0,83\% \end{aligned}$$

Mức trung bình của ngành là 8,8%.

Doanh lợi tài sản của doanh nghiệp năm nay giảm sút quá nhanh so với năm trước và quá thấp so với mức trung bình của ngành. Nguyên nhân của tình hình này là do sự giảm sút nghiêm trọng của chỉ tiêu doanh lợi tiêu thụ sản phẩm và hiệu suất sử dụng tổng tài sản. Doanh nghiệp cần có biện pháp cải thiện hai chỉ tiêu trên mới có hy vọng tăng mức ROA.

#### **Nhận xét tổng quát**

Những tỷ số chủ yếu trên đây cho thấy một bức tranh chung về tình hình tài chính của doanh nghiệp X. Hầu hết các tỷ số tài chính năm nay thấp hơn nhiều so với năm trước và so với trung bình của ngành thì chúng bị tụt hậu quá xa. Điều này phản ánh sự xuống dốc nhanh chóng của doanh nghiệp X. Khả năng sinh lãi của doanh nghiệp quá yếu kém cho thấy trong mọi chính sách về quản lý tài chính có nhiều vấn đề cần được quan tâm giải quyết kịp thời, nếu không, doanh nghiệp sẽ có nguy cơ bị phá sản. Doanh nghiệp cần điều chỉnh cơ cấu tài sản lưu động (dự trữ quá lớn và luân chuyển chậm) trên cơ sở xem xét lại vấn đề sản xuất và tiêu thụ sản phẩm, đặc biệt phải xem xét lại các khoản chi phí và giá bán. Chính sách tín dụng cần được thay đổi theo hướng nâng cao khả năng thanh toán. Hệ số nợ lớn, cơ cấu nợ lại không phù hợp, cơ cấu tài chính không tối ưu, sử dụng vốn kém hiệu quả đã đưa doanh nghiệp vào tình trạng quá yếu kém như vậy. Muốn thoát khỏi tình trạng này, doanh nghiệp cần thực hiện đồng bộ hàng loạt biện pháp

## **Chương 2: Phân tích tài chính doanh nghiệp**

---

nhằm tăng dần các tỷ số tài chính sao cho ngang bằng với các tỷ số trung bình của ngành.

Ngoài các tỷ số trên đây, các nhà phân tích cũng đặc biệt chú ý tới việc tính toán và phân tích những tỷ số liên quan tới các chủ sở hữu và giá trị thị trường. Chẳng hạn:

$$\begin{aligned} & \text{- Tỷ lệ hoàn vốn cổ phần} = \frac{\text{Thu nhập sau thuế}}{\text{Vốn cổ phần}} \\ & \text{- Thu nhập cổ phiếu} = \frac{\text{Thu nhập sau thuế}}{\text{Số lượng cổ phiếu thường}} \\ & \text{- Tỷ lệ trả cổ tức} = \frac{\text{Lãi cổ phiếu}}{\text{Thu nhập cổ phiếu}} \\ & \text{- Tỷ lệ giá / lợi nhuận} = \frac{\text{Giá cổ phiếu}}{\text{Thu nhập cổ phiếu}} \\ & \text{- Tỷ lệ} \quad \frac{\text{Lãi cổ phiếu}}{\text{Giá cổ phiếu}} \quad ; \text{vv...} \end{aligned}$$

Khi sử dụng phương pháp phân tích tài chính DUPONT nhằm đánh giá tác động tương hỗ giữa các tỷ số tài chính, nhà phân tích có thể thực hiện việc tách ROE (Thu nhập sau thuế/ Vốn chủ sở hữu) như sau:

### **Tách ROE**

$$\text{ROE} = \text{TNST/VCSH} = \text{TNST/TS} \times \text{TS/VCSH} = \text{ROA} \times \text{EM (số nhân vốn)}$$

ROE phản ánh mức sinh lợi của một đồng vốn chủ sở hữu - Mức tăng giá trị tài sản cho các chủ sở hữu. Còn ROA (Thu nhập sau thuế/Tài sản) phản ánh mức sinh lợi của toàn bộ danh mục tài sản của doanh nghiệp - Khả

năng quản lý tài sản của các nhà quản lý doanh nghiệp. EM là hệ số nhân vốn chủ sở hữu, nó phản ánh mức độ huy động vốn từ bên ngoài của doanh nghiệp. Nếu EM tăng, điều đó chứng tỏ doanh nghiệp tăng vốn huy động từ bên ngoài.

Áp dụng vào doanh nghiệp X ta có:

$$ROE (N-1) = 8,94\% \cdot 571/38,3 = 16,57\%$$

$$ROE (N) = 0,83\% \cdot 596,3/38,9 = 2,05\%$$

ROE năm N giảm sút nghiêm trọng, nguyên nhân cơ bản là do ROA giảm mạnh.

### **Tách ROA**

$$ROA = TNST/TS = TNST/DT \cdot DT/TS = PM \cdot AU$$

PM: Doanh lợi tiêu thụ phản ánh tỷ trọng lợi nhuận sau thuế trong doanh thu của doanh nghiệp. Khi PM tăng, điều đó thể hiện doanh nghiệp quản lý doanh thu và quản lý chi phí có hiệu quả.

AU: Hiệu suất sử dụng tài sản của doanh nghiệp

Như vậy, qua hai lần phân tích, ROE có thể được biến đổi như sau:

$$ROE = PM \cdot AU \cdot EM$$

Đến đây, có thể nhận biết được các yếu tố cơ bản tác động tới ROE của một doanh nghiệp: đó là khả năng tăng doanh thu, công tác quản lý chi phí, quản lý tài sản và đòn bẩy tài chính.

Áp dụng vào doanh nghiệp X ta có:

$$ROE (N-1) = 3,44\% \cdot 184,7/71 \cdot 571/38,3 = 16,57\%$$

$$ROE(N) = 0,41\% \cdot 195,7/96,3 \cdot 596,3/38,9 = 2,05\%$$

Tách PM và AU

$$PM = TNST/DT$$

TNST = Doanh thu - Chi phí - Thuế thu nhập doanh nghiệp

Doanh thu = Doanh thu từ hoạt động kinh doanh; từ hoạt động đầu tư, tài chính; từ hoạt động bất thường.

Tài sản = Tài sản lưu động + Tài sản cố định.

Các thành phần trên lại được phân tách chi tiết hơn tùy theo mục tiêu cần đạt của nhà phân tích. Với trình tự tách đoạn như trên, có thể xác định các nguyên nhân làm tăng, giảm ROE của doanh nghiệp.

**2.3.2.2. Phân tích diễn biến nguồn vốn và sử dụng vốn (Bảng tài trợ)**

Trong phân tích nguồn vốn và sử dụng vốn, người ta thường xem xét sự thay đổi của các nguồn vốn và cách thức sử dụng vốn của một doanh nghiệp trong một thời kỳ theo số liệu giữa hai thời điểm lập Bảng cân đối kế toán.

Một trong những công cụ hữu hiệu của nhà quản lý tài chính là biểu kê nguồn vốn và sử dụng vốn (Bảng tài trợ). Nó giúp nhà quản lý xác định rõ các nguồn cung ứng vốn và việc sử dụng các nguồn vốn đó.

Để lập được biểu này, trước hết phải liệt kê sự thay đổi các khoản mục trên Bảng cân đối kế toán từ đầu kỳ đến cuối kỳ. Mỗi sự thay đổi được phân biệt ở hai cột: sử dụng vốn và nguồn vốn theo nguyên tắc:

- Nếu các khoản mục bên tài sản tăng hoặc các khoản mục bên nguồn vốn giảm thì điều đó thể hiện việc sử dụng vốn.
- Nếu các khoản mục bên tài sản giảm hoặc các khoản mục bên nguồn vốn tăng thì điều đó thể hiện việc tạo nguồn.

Với ví dụ minh họa của doanh nghiệp X, ta có thể lập Bảng tài trợ (2.3).

Việc thiết lập Bảng tài trợ là cơ sở để chỉ ra những trọng điểm đầu tư vốn và những nguồn vốn chủ yếu được hình thành để đầu tư.

**Biểu 2.3: Bảng tài trợ**

Đơn vị: 100 đơn vị tiền tệ

	31.12. N - 1	31. 12. N	Sử dụng vốn	Nguồn vốn
<b>Tài sản</b>				
Tiền và chứng khoán dễ bán	4	3,9		0,1
Các khoản phải thu	18,5	29,5	11	
Dự trữ	33,1	46,7	13,6	
Tài sản CĐ (theo giá còn lại)	15,4	16,2	0,8	
<b>Nguồn vốn</b>				
Vay ngân hàng	5,1	18,2		13,1
Các khoản phải trả	10,3	20		9,7
Các khoản phải nộp	5,1	7,3		2,2
Vay dài hạn	12,2	11,9	0,3	
Cổ phiếu thường	23,3	23,3		
Lợi nhuận không chia	15	15,6		0,6
<b>Tổng cộng</b>	<b>71</b>	<b>96,3</b>	<b>25,7</b>	<b>25,7</b>

Doanh nghiệp X khai thác nguồn vốn bằng cách chủ yếu là vay ngắn hạn, tăng các khoản phải trả, phải nộp vv...Trong tổng số nguồn vốn được cung ứng là 25,7 triệu đồng, vay ngắn hạn ngân hàng là 13,1 triệu - chiếm tới 51% các khoản phải trả, phải nộp là 11,9 triệu - chiếm 46,3%. Như vậy, 97,3% tổng số vốn của doanh nghiệp được hình thành bằng vay ngắn hạn và bằng cách chiếm dụng. Với tổng nguồn là 25,7 triệu đồng, doanh nghiệp đã sử dụng để tài trợ chủ yếu cho phân gia tăng dự trữ và các khoản phải thu

## **Chương 2: Phân tích tài chính doanh nghiệp**

---

(95,8%), tài trợ một phần nhỏ cho tài sản cố định và cân đối phần giảm vay dài hạn.

Ngoài việc phân tích việc sử dụng vốn và nguồn vốn, người ta còn phân tích tình hình tài chính theo luồng tiền để xác định sự tăng (giảm) tiền và nguyên nhân tăng giảm tiền. Trên cơ sở đó, doanh nghiệp sẽ có những biện pháp quản lý ngân quỹ tốt hơn.

Đối với doanh nghiệp X, tình hình tăng (giảm) tiền năm N được thể hiện như sau:

+ Các khoản làm tăng tiền:

Lợi nhuận sau thuế: 0,8

Tăng tiền mặt do tăng khoản vay ngắn hạn ngân hàng: 13,1

Tăng các khoản phải trả: 9,7

Tăng các khoản phải nộp: 2,2

+ Các khoản làm giảm tiền:

Tăng các khoản phải thu: 11

Tăng dự trữ (tồn kho): 13,6

Đầu tư tài sản cố định: 0,8

Giảm vay dài hạn ngân hàng: 0,3

Trả lãi cổ phần: 0,2

+ Tăng giảm tiền mặt cuối kỳ: - 0,1

Như vậy, so với đầu kỳ, tiền cuối kỳ giảm 0,1.

### **2.3.2.3. Phân tích các chỉ tiêu tài chính trung gian**

Trong phân tích tài chính, các nhà phân tích thường kết hợp chặt chẽ những đánh giá về trạng thái tĩnh với những đánh giá về trạng thái động để đưa ra một bức tranh toàn cảnh về tình hình tài chính của doanh nghiệp. Nếu như trạng thái tĩnh được thể hiện qua Bảng cân đối kế toán thì trạng thái động (sự dịch chuyển của các dòng tiền) được phản ánh qua bảng kê nguồn vốn và sử dụng vốn (Bảng tài trợ), qua báo cáo kết quả kinh doanh. Thông qua các báo cáo tài chính này, các nhà phân tích có thể đánh giá sự thay đổi về vốn lưu động ròng, về nhu cầu vốn lưu động, từ đó, có thể đánh giá những thay đổi về ngân quỹ của doanh nghiệp. Như vậy, giữa các báo cáo tài chính



có mối liên quan rất chặt chẽ: những thay đổi trên Bảng cân đối kế toán được lập đầu kỳ và cuối kỳ cùng với khả năng tự tài trợ được tính từ báo cáo kết quả kinh doanh được thể hiện trên bảng tài trợ và liên quan mật thiết tới ngân quỹ của doanh nghiệp.

Khi phân tích trạng thái động, trong một số trường hợp nhất định, người ta còn chú trọng tới các chỉ tiêu quản lý trung gian nhằm đánh giá chi tiết hơn tình hình tài chính và dự báo những điểm mạnh và điểm yếu của doanh nghiệp. Những chỉ tiêu này là cơ sở để xác lập nhiều hệ số (tỷ lệ) rất có ý nghĩa về hoạt động, cơ cấu vốn, vv... của doanh nghiệp.

$Lãi\ gộp = Doanh\ thu - Giá\ vốn\ hàng\ bán$

$Thu\ nhập\ trước\ khấu\ hao\ và\ lãi = Lãi\ gộp - Chi\ phí\ bán\ hàng,\ quản\ lý$   
(không kể khấu hao và lãi vay)

$Thu\ nhập\ trước\ thuế\ và\ lãi = Thu\ nhập\ trước\ khấu\ hao\ và\ lãi - Khấu\ hao$

$Thu\ nhập\ trước\ thuế = Thu\ nhập\ trước\ thuế\ và\ lãi - Lãi\ vay$

$Thu\ nhập\ sau\ thuế = Thu\ nhập\ trước\ thuế - Thuế\ thu\ nhập\ doanh\ nghiệp$

Trên cơ sở đó, nhà phân tích có thể xác định mức tăng tuyệt đối và mức tăng tương đối của các chỉ tiêu qua các thời kỳ để nhận biết tình hình hoạt động của doanh nghiệp. Đồng thời, nhà phân tích cũng cần so sánh chúng với các chỉ tiêu cùng loại của các doanh nghiệp cùng ngành để đánh giá vị thế của doanh nghiệp.

**CÂU HỎI ÔN TẬP**

1. Mục tiêu phân tích tài chính doanh nghiệp đối với chủ doanh nghiệp, chủ nợ, nhà đầu tư, nhà quản lý v.v..?
2. Khái niệm và nội dung các khoản mục trên Bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp?
3. Khái niệm và nội dung Báo cáo kết quả kinh doanh của doanh nghiệp?
4. Khái niệm và nội dung Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Ngân quỹ) của doanh nghiệp?
5. Phương pháp phân tích tài chính doanh nghiệp?
6. Nội dung phân tích tài chính doanh nghiệp?
7. Nhận xét về thực tế phân tích tài chính các doanh nghiệp Việt Nam hiện nay?
8. Nhận xét các báo cáo tài chính của các doanh nghiệp Việt Nam hiện nay?
9. Cho biết ý nghĩa của các tỷ số tài chính trong phân tích tài chính?
10. So sánh sự giống nhau và khác nhau trong nội dung phân tích tài chính của doanh nghiệp và của ngân hàng thương mại.

## CHƯƠNG 3

# QUẢN LÝ NGUỒN VỐN CỦA DOANH NGHIỆP

Vốn là điều kiện không thể thiếu được để một doanh nghiệp được thành lập và tiến hành các hoạt động sản xuất - kinh doanh. Vì vậy, quản lý vốn của doanh nghiệp có ý nghĩa quan trọng trong quản lý tài chính doanh nghiệp. Tuy nhiên, trong quản lý nguồn vốn, chúng ta đề cập chủ yếu đến các hình thức huy động vốn, xem xét ảnh hưởng của các nhân tố tới cách thức lựa chọn nguồn vốn của doanh nghiệp.

### 3.1. Tổng quan về vốn của doanh nghiệp

Trong mọi doanh nghiệp, vốn đều bao gồm hai bộ phận: vốn chủ sở hữu và nợ; mỗi bộ phận này được cấu thành bởi nhiều khoản mục khác nhau tùy theo tính chất của chúng. Tuy nhiên, việc lựa chọn nguồn vốn trong các doanh nghiệp khác nhau sẽ không giống nhau, nó phụ thuộc vào một loạt các nhân tố như:

Trạng thái của nền kinh tế.

Ngành kinh doanh hay lĩnh vực hoạt động của doanh nghiệp.

Quy mô và cơ cấu tổ chức của doanh nghiệp.

Trình độ khoa học - kỹ thuật và trình độ quản lý.

Chiến lược phát triển và chiến lược đầu tư của doanh nghiệp.

Thái độ của chủ doanh nghiệp.

Chính sách thuế v.v...

### 3.2. Các nguồn vốn của doanh nghiệp và phương thức huy động

Tùy theo loại hình doanh nghiệp và các đặc điểm cụ thể, mỗi doanh nghiệp có thể có các phương thức huy động vốn khác nhau. Trong điều kiện kinh tế thị trường, các phương thức huy động vốn của doanh nghiệp được đa dạng hoá nhằm khai thác mọi nguồn vốn trong nền kinh tế. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng, trong hoàn cảnh cụ thể của Việt Nam, do thị trường tài chính chưa phát triển hoàn chỉnh nên việc khai thác vốn có những nét đặc trưng nhất định. Sự phát triển nhanh chóng của nền kinh tế và thị trường tài chính sẽ sớm tạo điều kiện để các doanh nghiệp mở rộng khả năng thu hút vốn vào kinh doanh.

Sau đây là các nguồn vốn và các phương thức huy động vốn (còn gọi là phương thức tài trợ) mà các doanh nghiệp có thể sử dụng.

### **3.2.1. Nguồn vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp**

Đối với mọi loại hình doanh nghiệp, vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp bao gồm các bộ phận chủ yếu:

Vốn góp ban đầu

Lợi nhuận không chia

Tăng vốn bằng phát hành cổ phiếu mới.

#### **3.2.1.1. Vốn góp ban đầu**

Khi doanh nghiệp được thành lập bao giờ chủ doanh nghiệp cũng phải có một số vốn ban đầu nhất định do các cổ đông - chủ sở hữu góp. Khi nói đến nguồn vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp bao giờ cũng phải xem xét hình thức sở hữu của doanh nghiệp đó, vì hình thức sở hữu sẽ quyết định tính chất và hình thức tạo vốn của bản thân doanh nghiệp.

Đối với doanh nghiệp Nhà nước, vốn góp ban đầu chính là vốn đầu tư của Nhà nước. Chủ sở hữu của các doanh nghiệp Nhà nước là Nhà nước. Hiện nay, cơ chế quản lý tài chính nói chung và quản lý vốn của doanh nghiệp Nhà nước nói riêng đang có những thay đổi để phù hợp với tình hình thực tế.

Đối với các doanh nghiệp, theo Luật doanh nghiệp, chủ doanh nghiệp phải có một số vốn ban đầu cần thiết để xin đăng ký thành lập doanh nghiệp.

Chẳng hạn, đối với công ty cổ phần, vốn do các cổ đông đóng góp là yếu tố quyết định để hình thành công ty. Mỗi cổ đông là một chủ sở hữu của công ty và chỉ chịu trách nhiệm hữu hạn trên giá trị số cổ phần mà họ nắm giữ. Tuy nhiên, các công ty cổ phần cũng có một số dạng tương đối khác nhau, do đó cách thức huy động vốn cổ phần cũng khác nhau. Trong các loại hình doanh nghiệp khác như công ty trách nhiệm hữu hạn, công ty có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI), các nguồn vốn cũng tương tự như trên; tức là vốn có thể do chủ đầu tư bỏ ra, do các bên tham gia các đối tác góp, v.v... Tỷ lệ và quy mô góp vốn của các bên tham gia công ty phụ thuộc vào nhiều yếu tố khác nhau (như luật pháp, đặc điểm ngành kinh tế-kỹ thuật, cơ cấu liên doanh).

### **3.2.1.2. Nguồn vốn từ lợi nhuận không chia**

Quy mô số vốn ban đầu của chủ doanh nghiệp là một yếu tố quan trọng, tuy nhiên, thông thường, số vốn này cần được tăng theo quy mô phát triển của doanh nghiệp. Trong quá trình hoạt động sản xuất - kinh doanh, nếu doanh nghiệp hoạt động có hiệu quả thì doanh nghiệp sẽ có những điều kiện thuận lợi để tăng trưởng nguồn vốn. Nguồn vốn tích lũy từ lợi nhuận không chia là bộ phận lợi nhuận được sử dụng tái đầu tư, mở rộng sản xuất - kinh doanh của doanh nghiệp.

Tự tài trợ bằng lợi nhuận không chia - nguồn vốn nội bộ là một phương thức tạo nguồn tài chính quan trọng và khá hấp dẫn của các doanh nghiệp, vì doanh nghiệp giảm được chi phí, giảm bớt sự phụ thuộc vào bên ngoài. Rất nhiều doanh nghiệp coi trọng chính sách tái đầu tư từ lợi nhuận để lại (retained earnings), họ đặt ra mục tiêu phải có một khối lượng lợi nhuận để lại đủ lớn nhằm tự đáp ứng nhu cầu vốn ngày càng tăng.

Nguồn vốn tái đầu tư từ lợi nhuận để lại chỉ có thể thực hiện được nếu như doanh nghiệp đã và đang hoạt động và có lợi nhuận, được phép tiếp tục đầu tư. Đối với các doanh nghiệp Nhà nước thì việc tái đầu tư phụ thuộc không chỉ vào khả năng sinh lợi của bản thân doanh nghiệp mà còn phụ thuộc vào chính sách khuyến khích tái đầu tư của Nhà nước.

Tuy nhiên, đối với các công ty cổ phần thì việc để lại lợi nhuận liên quan đến một số yếu tố rất nhạy cảm. Khi công ty để lại một phần lợi nhuận trong năm cho tái đầu tư, tức là không dùng số lợi nhuận đó để chia lãi cổ phần, các cổ đông không được nhận tiền lãi cổ phần (cổ tức) nhưng bù lại, họ có quyền sở hữu số vốn cổ phần tăng lên của công ty.

Như vậy, giá trị ghi sổ của các cổ phiếu sẽ tăng lên cùng với việc tự tài trợ bằng nguồn vốn nội bộ. Điều này một mặt, khuyến khích cổ đông giữ cổ phiếu lâu dài, nhưng mặt khác, dễ làm giảm tính hấp dẫn của cổ phiếu trong thời kỳ trước mắt (ngắn hạn) do cổ đông chỉ nhận được một phần cổ tức nhỏ hơn. Nếu tỷ lệ chi trả cổ tức thấp, hoặc số lãi ròng không đủ hấp dẫn thì giá cổ phiếu có thể bị giảm sút.

Khi giải quyết vấn đề cổ tức và tái đầu tư, chính sách phân phối cổ tức của công ty cổ phần phải lưu ý đến một số yếu tố có liên quan như :

- Tổng số lợi nhuận ròng trong kỳ.
- Mức chia lãi trên một cổ phiếu của các năm trước.

- Sự xếp hạng cổ phiếu trên thị trường và tính ổn định của thị giá cổ phiếu của công ty, tâm lý và đánh giá của công chúng về cổ phiếu đó.

- Hiệu quả của việc tái đầu tư.

### **3.2.1.3. Phát hành cổ phiếu**

Trong hoạt động sản xuất - kinh doanh, doanh nghiệp có thể tăng vốn chủ sở hữu bằng cách phát hành cổ phiếu mới.

Một nguồn tài chính dài hạn rất quan trọng là phát hành cổ phiếu để huy động vốn cho doanh nghiệp. Phát hành cổ phiếu được gọi là hoạt động tài trợ dài hạn của doanh nghiệp. Chúng ta sẽ xem xét một số yếu tố cơ bản liên quan đến việc phát hành và kiểm soát các loại cổ phiếu khác nhau.

#### ***a- Cổ phiếu thường (Common Stock/Share)***

Cổ phiếu thường (còn gọi là cổ phiếu thông thường) là loại cổ phiếu thông dụng nhất vì nó có những ưu thế trong việc phát hành ra công chúng và trong quá trình lưu hành trên thị trường chứng khoán. Cổ phiếu thường là chứng khoán quan trọng nhất được trao đổi, mua bán trên thị trường chứng khoán, điều đó cũng đủ để minh chứng tầm quan trọng của nó so với các công cụ tài chính khác.

*Giới hạn phát hành:* mặc dù việc phát hành cổ phiếu có nhiều ưu thế so với các phương thức huy động vốn khác nhưng cũng có những hạn chế và các ràng buộc cần được doanh nghiệp cân nhắc kỹ lưỡng. Giới hạn phát hành là một quy định ràng buộc có tính pháp lý. Lượng cổ phiếu tối đa mà công ty được quyền phát hành gọi là vốn cổ phiếu được cấp phép. Đây là một trong những quy định của Ủy ban chứng khoán Nhà nước nhằm quản lý và kiểm soát chặt chẽ các hoạt động phát hành và giao dịch chứng khoán. Tại nhiều nước, số cổ phiếu được phép phát hành được ghi trong điều lệ của công ty; tuy nhiên, một số nước khác không quy định ghi số lượng đó trong điều lệ công ty. Muốn tăng vốn cổ phần thì trước hết cần phải được đại hội cổ đông cho phép, sau đó phải hoàn tất những thủ tục quy định khác.

Hầu hết các nước đều sử dụng giới hạn phát hành như một công cụ quan trọng để kiểm soát và hạn chế các rủi ro cho công chúng. Thông thường, một công ty có thể phát hành một lần hoặc một số lần trong giới hạn số cổ phiếu đã được cấp phép phát hành. Ví dụ, công ty X được phép phát hành 400 triệu cổ

phiếu, giả sử năm trước công ty đã phát hành 117 triệu cổ phiếu thì công ty đương nhiên còn được phát hành thêm 283 triệu cổ phiếu nữa ( $400 - 117 = 283$ ).

Tuy nhiên, trên thực tế, việc quản lý và kiểm soát quá trình phát hành chứng khoán tùy thuộc vào chính sách cụ thể của nhà nước và của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. Ở Việt Nam hiện nay, hệ thống văn bản pháp quy về chứng khoán mới được xây dựng và đang trong quá trình hoàn thiện để tạo điều kiện tốt hơn cho hoạt động huy động vốn của doanh nghiệp và lưu chuyển vốn trong nền kinh tế.

Sau khi phát hành, phần lớn những cổ phiếu nằm trong tay các nhà đầu tư - các cổ đông (shareholder). Những cổ phiếu này gọi là những cổ phiếu *đang lưu hành* trên thị trường. Tuy nhiên, có thể chính công ty phát hành mua lại một số cổ phiếu của mình và giữ chúng nhằm mục đích nào đó. Những cổ phiếu được công ty mua lại như vậy gọi là *cổ phiếu ngân quỹ*. Những cổ phiếu này được coi như tạm thời không lưu hành. Việc mua lại hoặc bán ra những cổ phiếu này phụ thuộc vào một số yếu tố như:

- Tình hình cân đối vốn và khả năng đầu tư
- Tình hình biến động thị giá chứng khoán trên thị trường.
- Chính sách đối với việc sáp nhập hoặc thôn tính công ty (chống thôn tính)
- Tình hình trên thị trường chứng khoán và quy định của Ủy ban chứng khoán Nhà nước.
- Mệnh giá và thị giá

Giá trị ghi trên mặt cổ phiếu gọi là mệnh giá (par value), giá cả của cổ phiếu trên thị trường gọi là thị giá. Giá trị của cổ phiếu được phản ánh trong sổ sách kế toán của công ty gọi là giá trị ghi sổ (book value), đó cũng chính là mệnh giá của các cổ phiếu đã phát hành.

Mệnh giá không chỉ được ghi trên mặt cổ phiếu mà còn được ghi rõ trong giấy phép phát hành và trên sổ sách kế toán của công ty. Tuy nhiên, mệnh giá chỉ có ý nghĩa khi phát hành cổ phiếu và đối với khoảng thời gian ngắn sau khi cổ phiếu được phát hành. Thị giá phản ánh sự đánh giá của thị trường đối với cổ phiếu, phản ánh lòng tin của các nhà đầu tư đối với hoạt động của công ty.

#### **Quyền hạn của cổ đông**

Các cổ đông nắm giữ cổ phiếu thường chính là những người sở hữu công ty, do đó họ có quyền trước hết đối với tài sản và sự phân chia tài sản hoặc thu nhập của công ty. Cổ đông có quyền tham gia kiểm soát và điều khiển các công việc của công ty. Tuy nhiên, thông thường có một số lượng cổ đông của công ty, nên mỗi cổ đông chỉ có một quyền lực giới hạn nhất định trong việc bỏ phiếu hoặc chỉ định thành viên của ban giám đốc. Một số công việc hay những vấn đề đặc biệt cần có sự nhất trí của đại đa số cổ đông.

Tuỳ theo việc quy định trong điều lệ công ty, có thể hình thành các phương thức bỏ phiếu khác nhau. Hai phương pháp được sử dụng rộng rãi là bỏ phiếu theo đa số và bỏ phiếu gộp.

**Bỏ phiếu theo đa số** (majority voting) là việc cổ đông có thể dùng mỗi lá phiếu để bầu một người quản lý, các chức danh sẽ được bầu riêng rẽ. Điều này rõ ràng có lợi cho những người đang nắm đa số cổ phiếu của công ty vì họ có thể tạo áp lực mạnh hơn bằng số lớn cổ phiếu nắm giữ.

**Cơ chế bỏ phiếu gộp** (cumulative voting) cho phép cùng bỏ phiếu cho một số ứng cử viên nào đó, tức là một cổ đông có thể dồn toàn bộ số phiếu có trong tay cho một ứng cử viên được ưa chuộng. Đây là lý do tại sao một số các cổ đông thiểu số ủng hộ cơ chế bỏ phiếu gộp.

Trong điều lệ công ty, có quy định rõ về phạm vi những sự vụ cần được đa số (trên 50%) cổ đông tán thành và những vấn đề cần được tuyệt đại đa số (75% trở lên) cổ đông nhất trí.

Vấn đề chống thôn tính, bảo vệ công ty trước sự xâm thực bằng cổ phiếu của các công ty khác là một khía cạnh đặc biệt. Huy động vốn qua phát hành cổ phiếu phải xét đến nguy cơ bị thôn tính. Do đó, phải tính đến tỷ lệ cổ phần tối thiểu cần duy trì để giữ vững quyền kiểm soát của công ty.

#### ***b- Cổ phiếu ưu tiên (Preferred Stock)***

Cổ phiếu ưu tiên thường chỉ chiếm một tỷ trọng nhỏ trong tổng số cổ phiếu được phát hành. Tuy nhiên trong một số trường hợp, việc dùng cổ phiếu ưu tiên là thích hợp. Cổ phiếu ưu tiên có đặc điểm là nó thường có cổ tức cố định. Người chủ của cổ phiếu này có quyền được thanh toán lãi trước các cổ đông thường. Nếu số lãi chỉ đủ để trả cổ tức cho các cổ đông ưu tiên thì các cổ đông thường sẽ không được nhận cổ tức của kỳ đó. Việc giải quyết chính sách cổ tức được nêu rõ trong điều lệ công ty.



Phần lớn các công ty cổ phần qui định rõ: công ty có nghĩa vụ trả hết số lợi tức chưa thanh toán của các kỳ trước cho các cổ đông ưu tiên, sau đó mới thanh toán cho các cổ đông thường.

Các cổ phiếu ưu đãi có thể được chính công ty phát hành thu hồi lại (chào lại) khi công ty thấy cần thiết. Những trường hợp như vậy cần quy định rõ những điểm sau:

- Trường hợp nào thì công ty có thể mua lại cổ phiếu.
- Giá cả khi công ty mua lại cổ phiếu.
- Thời hạn tối thiểu không được phép mua lại cổ phiếu (ví dụ 5 năm)

Trong thực tế, ở một số nước như Mỹ chẳng hạn, rất hiếm khi cổ đông ưu tiên có quyền bỏ phiếu một cách đầy đủ. Tuy nhiên, nếu có ít nhất 2/3 cổ đông ưu tiên nhất trí về một vấn đề nào đó thì ban lãnh đạo công ty phải xem xét ý kiến của họ. Nếu các cổ phiếu ưu tiên không được trả cổ tức thì các cổ đông của những cổ phiếu đó có thể được quyền bỏ phiếu.

Một vấn đề rất quan trọng cần đề cập khi phát hành cổ phiếu ưu tiên, đó là thuế. Khác với chi phí lãi vay được giảm trừ khi tính thuế thu nhập công ty, cổ tức được lấy từ lợi nhuận sau thuế. Đó là hạn chế của cổ phiếu ưu tiên. Mặc dù vậy, như đã đề cập, cổ phiếu ưu tiên vẫn có những ưu điểm đối với cả công ty phát hành và cả nhà đầu tư.

Khi nào các hãng phát hành và thu hồi cổ phiếu ? Để trả lời câu hỏi này cần xem xét những khía cạnh sau:

Các hãng thường cố gắng cân bằng giữa nợ và vốn chủ sở hữu để giữ vững khả năng thanh toán, củng cố uy tín tài chính. Khi tỷ lệ nợ ở mức thấp, nếu cần vốn thì các công ty thường chọn cách phát hành trái phiếu tức là tăng nợ (mà không tăng vốn bằng phát hành cổ phiếu). Nếu tỷ lệ nợ ở mức cao, công ty phải tránh việc tăng thêm tỷ lệ nợ và chọn cách phát hành cổ phiếu.

Tuy nhiên, thực tế các công ty không quan tâm nhiều đến việc giữ một mức cân bằng chính xác. Việc điều chỉnh vốn chủ sở hữu và các khoản nợ thường ngẫu hứng và theo kiểu linh hoạt "tuỳ cơ ứng biến".

Sự phản ứng trước các biến động của thị trường chứng khoán là một yếu tố đáng chú ý.

Một số nhà phân tích tài chính doanh nghiệp đã đưa ra những nhận xét như sau:

Phần lớn các cổ phiếu được phát hành bổ sung sau khi thị giá cổ phiếu của doanh nghiệp đó tăng trên thị trường chứng khoán.

Giá cổ phiếu tăng lên là một dấu hiệu có nhiều cơ hội đầu tư mở rộng vào những dự án có triển vọng trong doanh nghiệp.

Tuy nhiên, người ta chưa lý giải được một cách tường tận tại sao trên thực tế các công ty thường lựa chọn việc phát hành cổ phiếu sau khi có sự tăng giá cổ phiếu. Một số nguyên nhân có thể là những yếu tố sau đây:

Do đòi hỏi cân bằng tỷ lệ nợ (như nói trên)

Do tỷ lệ P/E (Price-Earnings Ratio) ở mức cao, tức là thị giá cổ phiếu tăng mạnh hơn tốc độ tăng của tỷ suất lợi nhuận ròng.

Do yếu tố tâm lý của công chúng và các nhà đầu tư trên thị trường.

Ngoài ra, vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp có thể được bổ sung từ phần chênh lệch đánh giá lại tài sản cố định, chênh lệch tỷ giá.

### **3.2.2. Nợ và các phương thức huy động nợ của doanh nghiệp**

Để bổ sung vốn cho quá trình sản xuất - kinh doanh, doanh nghiệp có thể sử dụng nợ từ các nguồn: tín dụng ngân hàng; tín dụng thương mại và vay thông qua phát hành trái phiếu.

#### **3.2.2.1. Nguồn vốn tín dụng ngân hàng và tín dụng thương mại**

Có thể nói rằng vốn vay ngân hàng là một trong những nguồn vốn quan trọng nhất, không chỉ đối với sự phát triển của bản thân các doanh nghiệp mà còn đối với toàn bộ nền kinh tế quốc dân. Sự hoạt động và phát triển của các doanh nghiệp đều gắn liền với các dịch vụ tài chính do các ngân hàng thương mại cung cấp, trong đó có việc cung ứng các nguồn vốn.

Không một doanh nghiệp nào không vay vốn ngân hàng hoặc không sử dụng tín dụng thương mại nếu doanh nghiệp đó muốn tồn tại vững chắc trên thương trường. Trong quá trình hoạt động, các doanh nghiệp thường vay ngân hàng để đảm bảo nguồn tài chính cho các hoạt động sản xuất - kinh doanh, đặc biệt là đảm bảo có đủ vốn cho các dự án mở rộng hoặc đầu tư chiều sâu của doanh nghiệp.

Về mặt thời hạn, vốn vay ngân hàng có thể được phân loại theo thời hạn vay, bao gồm: *vay dài hạn* (thường tính từ 3 năm trở lên; có nơi tính từ 5 năm trở lên), *vay trung hạn* (từ 1 năm đến 3 năm) và *vay ngắn hạn* (dưới 1 năm). Tiêu chuẩn và quan niệm về thời gian để phân loại trong thực tế không giống nhau giữa các nước, và có thể khác nhau giữa các ngân hàng thương mại.

Tuỳ theo tính chất và mục đích sử dụng, ngân hàng cũng có thể phân loại cho vay thành các loại như: cho vay đầu tư tài sản cố định, cho vay đầu tư tài sản lưu động, cho vay để thực hiện dự án. Cũng có những cách phân chia khác như: cho vay theo ngành kinh tế, theo lĩnh vực phục vụ hoặc theo hình thức bảo đảm tiền vay.

Nguồn vốn tín dụng ngân hàng có nhiều ưu điểm, nhưng nguồn vốn này cũng có những hạn chế nhất định. Đó là các hạn chế về điều kiện tín dụng, kiểm soát của ngân hàng và chi phí sử dụng vốn (lãi suất).

**Điều kiện tín dụng:** các doanh nghiệp muốn vay tại các ngân hàng thương mại cần đáp ứng được những yêu cầu đảm bảo an toàn tín dụng của ngân hàng. Doanh nghiệp phải xuất trình hồ sơ vay vốn và những thông tin cần thiết mà ngân hàng yêu cầu. Trước tiên, ngân hàng phải phân tích hồ sơ xin vay vốn, đánh giá các thông tin liên quan đến dự án đầu tư hoặc kế hoạch sản xuất - kinh doanh của doanh nghiệp vay vốn.

**Các điều kiện bảo đảm tiền vay:** khi doanh nghiệp xin vay vốn, nói chung các ngân hàng thường yêu cầu doanh nghiệp đi vay phải có các bảo đảm tiền vay, phổ biến nhất là tài sản thế chấp. Việc yêu cầu người vay có tài sản thế chấp trong nhiều trường hợp làm cho bên đi vay không thể đáp ứng được các điều kiện vay, kể cả những thủ tục pháp lý về giấy tờ, v.v... do đó, doanh nghiệp cần tính đến yếu tố này khi tiếp cận nguồn vốn tín dụng ngân hàng.

**Sự kiểm soát của ngân hàng:** một khi doanh nghiệp vay vốn ngân hàng thì doanh nghiệp cũng phải chịu sự kiểm soát của ngân hàng về mục đích và tình hình sử dụng vốn vay. Nói chung, sự kiểm soát này không gây khó khăn cho doanh nghiệp, tuy nhiên, trong một số trường hợp, điều đó cũng làm cho doanh nghiệp có cảm giác bị “kiểm soát”.

**Lãi suất vay vốn:** lãi suất vay vốn phản ánh chi phí sử dụng vốn. Lãi suất vốn vay ngân hàng phụ thuộc vào tình hình tín dụng trên thị trường trong từng thời kỳ. Nếu lãi suất vay quá cao thì doanh nghiệp phải gánh chịu chi phí sử dụng

vốn lớn và làm giảm thu nhập của doanh nghiệp. Có những thời kỳ ở nước ta, lãi suất vay vốn khá cao và thiếu tính cạnh tranh do đó không tạo điều kiện cho các doanh nghiệp đầu tư mở rộng sản xuất - kinh doanh.

Các doanh nghiệp cũng thường khai thác nguồn vốn tín dụng thương mại (commercial credit) hay còn gọi là tín dụng của người cung cấp (suppliers' credit). Nguồn vốn này hình thành một cách tự nhiên trong quan hệ mua bán chịu, mua bán trả chậm hay trả góp. Nguồn vốn tín dụng thương mại có ảnh hưởng hết sức to lớn không chỉ với các doanh nghiệp mà cả đối với toàn bộ nền kinh tế. Trong một số doanh nghiệp, nguồn vốn tín dụng thương mại dưới dạng *các khoản phải trả* (Accounts payable) có thể chiếm tới 20% tổng nguồn vốn, thậm chí có thể chiếm tới 40% tổng nguồn vốn.

Đối với doanh nghiệp, tài trợ bằng nguồn vốn tín dụng thương mại là một phương thức tài trợ rẻ, tiện dụng và linh hoạt trong kinh doanh; hơn nữa, nó còn tạo khả năng mở rộng các quan hệ hợp tác kinh doanh một cách lâu bền. Các điều kiện ràng buộc cụ thể có thể được ấn định khi hai bên ký hợp đồng mua bán hay hợp đồng kinh tế nói chung. Tuy nhiên, cần nhận thấy tính chất rủi ro của quan hệ tín dụng thương mại khi quy mô tài trợ quá lớn.

Chi phí của việc sử dụng các nguồn vốn tín dụng thể hiện qua lãi suất của khoản vay, đó là chi phí lãi vay, sẽ được tính vào giá thành sản phẩm hay dịch vụ. Khi mua bán hàng hoá trả chậm, chi phí này có thể "ẩn" dưới hình thức thay đổi mức giá, tùy thuộc quan hệ và thoả thuận cụ thể giữa các bên. Trong xu hướng hiện nay ở Việt Nam cũng như trên thế giới, các hình thức tín dụng ngày càng được đa dạng hoá và linh hoạt hơn, với tính chất cạnh tranh hơn; do đó các doanh nghiệp cũng có nhiều cơ hội để lựa chọn nguồn vốn tài trợ cho hoạt động của doanh nghiệp.

#### **3.2.2.2. Phát hành trái phiếu công ty**

Trái phiếu là một tên chung của các giấy vay nợ dài hạn và trung hạn, bao gồm: *trái phiếu Chính phủ* (government bond) và *trái phiếu công ty* (corporate bond). Trái phiếu còn được gọi là trái khoán. Trong phần này, chúng ta chỉ xem xét trái phiếu công ty trên một số khía cạnh cơ bản.

Một trong những vấn đề cần xem xét trước khi phát hành là lựa chọn loại trái phiếu nào phù hợp nhất với điều kiện cụ thể của doanh nghiệp và tình hình trên thị trường tài chính.

Việc lựa chọn trái phiếu thích hợp là rất quan trọng vì có liên quan đến chi phí trả lãi, cách thức trả lãi, khả năng lưu hành và tính hấp dẫn của trái phiếu. Trước khi quyết định phát hành, cần hiểu rõ đặc điểm và ưu nhược điểm của mỗi loại trái phiếu. Trên thị trường tài chính ở nhiều nước, hiện nay thường lưu hành những loại trái phiếu doanh nghiệp như sau:

***a- Trái phiếu có lãi suất cố định***

Loại trái phiếu này thường được sử dụng nhiều nhất, tức là phổ biến nhất trong các loại trái phiếu doanh nghiệp. Lãi suất được ghi ngay trên mặt trái phiếu và không thay đổi trong suốt kỳ hạn của nó. Như vậy cả doanh nghiệp (người đi vay) và người giữ trái phiếu (người cho vay) đều biết rõ mức lãi suất của khoản nợ trong suốt thời gian tồn tại (kỳ hạn) của trái phiếu. Việc thanh toán lãi trái phiếu cũng thường được quy định rõ, ví dụ trả 2 lần trong năm vào ngày 30/6 và 31/12.

Để huy động vốn trên thị trường bằng trái phiếu, phải tính đến mức độ hấp dẫn của trái phiếu. Tính hấp dẫn phụ thuộc vào những yếu tố sau:

- *Lãi suất của trái phiếu*: đương nhiên, người đầu tư muốn được hưởng mức lãi suất cao nhưng doanh nghiệp phát hành phải cân nhắc lãi suất có thể chấp nhận được đối với trái phiếu của họ, chứ không thể trả thật cao cho nhà đầu tư.

Lãi suất của trái phiếu phải được đặt trong tương quan so sánh với lãi suất trên thị trường vốn, đặc biệt là phải tính đến sự cạnh tranh với trái phiếu của các công ty khác và trái phiếu Chính phủ. Giả sử trái phiếu kho bạc Nhà nước kỳ hạn 5 năm có lãi suất 7,0%/năm, trái phiếu trung bình của một số công ty khác cùng kỳ hạn: 8,0%/năm; khi đó để phát hành thành công trái phiếu, cần quy định lãi suất trái phiếu sao cho có thể cạnh tranh được với mức lãi suất đó. Tuy nhiên, một ràng buộc khác là chi phí lãi vay mà công ty phải trả cho các trái chủ. Nếu đưa thêm các yếu tố khuyến khích vào trái phiếu thì có thể không cần nâng cao mức lãi suất.

- *Kỳ hạn của trái phiếu*: đây là yếu tố rất quan trọng không những đối với công ty phát hành mà cả đối với nhà đầu tư. Khi phát hành, doanh nghiệp phải căn cứ vào tình hình thị trường vốn và tâm lý dân cư mới có thể xác định kỳ hạn hợp lý. Ví dụ, trong tháng 9-2001, Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam phát hành các loại trái phiếu vô danh và ghi danh với kỳ hạn 5 năm và 7 năm. Loại trái phiếu 5 năm bán được với số lượng rất lớn nhưng loại trái phiếu 7 năm thì không hấp dẫn công chúng.

- *Uy tín của doanh nghiệp:* Không phải doanh nghiệp nào cũng có thể thu hút được công chúng mua trái phiếu vì nhà đầu tư phải đánh giá uy tín của doanh nghiệp thì mới quyết định mua hay không mua. Các doanh nghiệp có uy tín và vững mạnh thì dễ dàng hơn trong việc phát hành trái phiếu ra công chúng để huy động vốn.

Trong việc phát hành trái phiếu, cũng cần chú ý đến mệnh giá vì nó có thể liên quan đến sức mua của dân chúng. Đặc biệt, ở Việt Nam khi phát hành trái phiếu, doanh nghiệp cần xác định một mức mệnh giá vừa phải để nhiều người có thể mua được, tạo sự lưu thông dễ dàng cho trái phiếu trên thị trường.

***b- Trái phiếu có lãi suất thay đổi***

Tuy gọi là lãi suất thay đổi nhưng thực ra loại này có lãi suất phụ thuộc vào một số nguồn lãi suất quan trọng khác. Chẳng hạn, lãi suất LIBOR (Lodon Interbank Offered Rate) hoặc lãi suất cơ bản (Prime Rate).

Khi nào nên phát hành loại trái phiếu thả nổi? Trong điều kiện có mức lạm phát khá cao và lãi suất thị trường không ổn định, doanh nghiệp có thể khai thác tính ưu việt của loại trái phiếu này. Do các biến động của lạm phát kéo theo sự giao động của lãi suất thực, các nhà đầu tư mong muốn được hưởng một lãi suất thoả đáng khi so sánh với tình hình thị trường. Vì vậy, một số người ưa thích trái phiếu thả nổi. Tuy nhiên, loại trái phiếu này có một vài nhược điểm:

Doanh nghiệp không thể biết chắc chắn về chi phí lãi vay của trái phiếu, điều này gây khó khăn một phần cho việc lập kế hoạch tài chính.

Việc quản lý trái phiếu đòi hỏi tốn nhiều thời gian hơn do doanh nghiệp phải thông báo các lần điều chỉnh lãi suất.

***c- Trái phiếu có thể thu hồi (callable bond)***

Một số doanh nghiệp lựa chọn cách phát hành những trái phiếu có thể thu hồi, tức là doanh nghiệp có thể mua lại vào một thời gian nào đó. Trái phiếu như vậy phải được quy định ngay khi phát hành để người mua trái phiếu được biết. Doanh nghiệp phải quy định rõ về thời hạn và giá cả khi doanh nghiệp chuộc lại trái phiếu. Thông thường, người ta quy định thời hạn tối thiểu mà trái phiếu sẽ không bị thu hồi, ví dụ trong thời gian 36 tháng.

Loại trái phiếu có thể thu hồi có những ưu điểm sau:

Có thể được sử dụng như một cách điều chỉnh lượng vốn sử dụng. Khi không cần thiết, doanh nghiệp có thể mua lại các trái phiếu, tức là giảm số vốn vay.

Doanh nghiệp có thể thay nguồn tài chính do phát hành trái phiếu loại này bằng một nguồn tài chính khác thông qua mua lại các trái phiếu đó.

Tuy nhiên, nếu không có những hấp dẫn nào đó thì trái phiếu này không được ưa thích.

***d- Chứng khoán có thể chuyển đổi***

Các doanh nghiệp, đặc biệt là các công ty Mỹ, thường phát hành những chứng khoán kèm theo những điều kiện có thể chuyển đổi được. Nói chung, sự chuyển đổi và lựa chọn cho phép các bên (doanh nghiệp, người đầu tư) có thể lựa chọn cách thức đầu tư có lợi và thích hợp.

Có một số hình thức chuyển đổi, ở đây chỉ đề cập hai loại:

**Giấy bảo đảm (warrant):** Người sở hữu giấy bảo đảm có thể mua một số lượng cổ phiếu thường, được quy định trước với giá cả và thời gian xác định.

**Trái phiếu chuyển đổi (convertible bond)** là loại trái phiếu cho phép có thể chuyển đổi thành một số lượng nhất định các cổ phiếu thường. Nếu thị giá của cổ phiếu tăng lên thì người giữ trái phiếu có cơ may nhận được lợi nhuận cao.

## **CÂU HỎI ÔN TẬP**

1. Vốn của doanh nghiệp và phương thức huy động? Liên hệ thực tiễn Việt Nam.
2. Đối với một doanh nghiệp, sử dụng nợ chỉ có lợi chứ không có hại. Hãy bình luận.
3. Đối với một doanh nghiệp, chính sách tài trợ tối ưu là chính sách tài trợ bằng vốn chủ sở hữu. Hãy bình luận.

## CHƯƠNG 4

# QUẢN LÝ ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP

### 4.1. Đầu tư và vai trò của hoạt động đầu tư đối với doanh nghiệp

#### 4.1.1. Khái niệm

*Đầu tư* là hoạt động chủ yếu, quyết định sự phát triển và khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp. Trong hoạt động đầu tư, doanh nghiệp bỏ vốn dài hạn nhằm hình thành và bổ sung những tài sản cần thiết để thực hiện những mục tiêu kinh doanh. Hoạt động này được thể hiện tập trung thông qua việc thực hiện các dự án đầu tư.

*Dự án đầu tư* là một tập hợp các hoạt động kinh tế đặc thù với các mục tiêu, phương pháp và phương tiện cụ thể để đạt tới một trạng thái mong muốn. Nội dung của dự án đầu tư được thể hiện trong luận chứng kinh tế - kỹ thuật, là văn bản phản ánh trung thực, chính xác kết quả nghiên cứu về thị trường, môi trường kinh tế - kỹ thuật và môi trường pháp lý, về tình hình tài chính v.v...

Để có thể đáp ứng mục tiêu tối đa hoá giá trị tài sản của chủ sở hữu, doanh nghiệp cần có chiến lược trong việc tìm kiếm và lựa chọn các dự án đầu tư. Nếu không có những ý tưởng mới và dự án đầu tư mới, doanh nghiệp sẽ không thể tồn tại và phát triển, đặc biệt là trong môi trường cạnh tranh khốc liệt hiện nay. Hướng phát triển cho những sản phẩm mới, kéo dài tuổi thọ của sản phẩm hay làm tăng khả năng thu lợi của sản phẩm hiện có là những vấn đề các nhà quản lý tài chính luôn tìm kiếm lời giải đáp.

#### 4.1.2. Phân loại đầu tư

Tuỳ theo các mục đích khác nhau, có thể phân loại đầu tư của doanh nghiệp theo các tiêu thức khác nhau. *Theo cơ cấu tài sản đầu tư*, có thể phân loại đầu tư của doanh nghiệp thành:



### ***Đầu tư tài sản cố định***

Đây là các hoạt động đầu tư nhằm mua sắm, cải tạo, mở rộng tài sản cố định của doanh nghiệp. Đầu tư tài sản cố định thường chiếm tỷ trọng lớn trong tổng đầu tư của doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp sản xuất. Loại đầu tư này bao gồm: đầu tư xây lắp; đầu tư mua sắm máy móc thiết bị; đầu tư tài sản cố định khác. Các tài sản cố định được đầu tư có thể là tài sản cố định hữu hình hoặc tài sản cố định vô hình.

### ***Đầu tư tài sản lưu động***

Đây là khoản đầu tư nhằm hình thành các tài sản lưu động cần thiết để đảm bảo cho các hoạt động sản xuất - kinh doanh của doanh nghiệp được tiến hành bình thường. Nhu cầu đầu tư tài sản lưu động phụ thuộc vào đặc điểm của hoạt động sản xuất - kinh doanh, vào nhu cầu tăng trưởng của doanh nghiệp.

### ***Đầu tư tài sản tài chính***

Các doanh nghiệp có thể đầu tư vào các tài sản tài chính như mua cổ phiếu, trái phiếu, hoặc tham gia góp vốn liên doanh với các doanh nghiệp khác. Hoạt động tài chính ngày càng có tỷ trọng cao và mang lại nhiều lợi ích cho các doanh nghiệp.

Phân loại đầu tư theo cơ cấu tài sản đầu tư có thể giúp các nhà quản lý tài chính xây dựng một kết cấu tài sản thích hợp nhằm đa dạng hoá đầu tư, tận dụng được năng lực sản xuất và năng lực hoạt động, đồng thời nâng cao hiệu quả hoạt động đầu tư.

*Căn cứ theo mục đích đầu tư*, có thể phân loại đầu tư thành: đầu tư tăng năng lực sản xuất; đầu tư đổi mới sản phẩm; đầu tư đổi mới thiết bị; đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh; đầu tư nâng cao chất lượng sản phẩm; đầu tư mở rộng thị trường tiêu thụ sản phẩm; v.v... Việc phân loại này có thể giúp cho các nhà quản lý tài chính xác định hướng đầu tư và kiểm soát được tình hình đầu tư theo những mục tiêu đã định.

### **4.1.3. Ý nghĩa và các nhân tố ảnh hưởng tới quyết định đầu tư**

#### **4.1.3.1. Ý nghĩa của quyết định đầu tư**

Đầu tư là một trong những quyết định có ý nghĩa chiến lược đối với doanh nghiệp. Về mặt tài chính, đây là quyết định tài trợ dài hạn, có tác động lớn tới hiệu quả sản xuất - kinh doanh của doanh nghiệp. Đặc điểm của các dự án đầu tư là thường yêu cầu một lượng vốn lớn và sử dụng vốn trong một thời gian dài, do đó, các dự án thường bị lạc hậu ngay từ lúc có ý tưởng đầu tư. Sai lầm trong việc dự toán vốn đầu tư có thể dẫn đến tình trạng lãng phí vốn lớn, thậm chí gây hậu quả nghiêm trọng đối với doanh nghiệp. Vì vậy, quyết định đầu tư của doanh nghiệp là quyết định có tính chiến lược, đòi hỏi phải được phân tích và cân nhắc kỹ lưỡng các nhân tố ảnh hưởng.

#### **4.1.3.2. Các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư**

- **Chính sách kinh tế.** Trên cơ sở luật pháp về kinh tế và các chính sách kinh tế, Nhà Nước tạo môi trường và hành lang cho các doanh nghiệp phát triển sản xuất - kinh doanh và hướng các hoạt động của doanh nghiệp phục vụ cho chiến lược phát triển kinh tế - xã hội trong mỗi thời kỳ. Sự thay đổi trong chính sách phát triển kinh tế của Chính phủ có ảnh hưởng rất lớn đến hoạt động của doanh nghiệp, do đó cần dự báo được những thay đổi trong chính sách kinh tế và đánh giá được những ảnh hưởng của yếu tố này đến hoạt động của doanh nghiệp trong tương lai. Đặc biệt, doanh nghiệp cần tận dụng các yếu tố khuyến khích trong chính sách phát triển kinh tế.

- **Thị trường và cạnh tranh.** Muốn tồn tại và phát triển, sản phẩm của doanh nghiệp phải đáp ứng các nhu cầu của người tiêu dùng. Không những thế, doanh nghiệp phải định hướng nhu cầu cho các khách hàng tiềm năng đối với các sản phẩm hiện có và các sản phẩm mới. Việc nghiên cứu thị trường quyết định khả năng tồn tại và phát triển của các sản phẩm, từ đó quyết định tới hiệu quả sản xuất - kinh doanh của doanh nghiệp. Mặt khác, doanh nghiệp cần quan tâm tới khả năng của các đối thủ cạnh tranh, của những sản phẩm thay thế cho các sản phẩm của doanh nghiệp. Các nghiên cứu về thị trường, về các yếu tố cạnh tranh phải được luận giải chi tiết trong luận chứng kinh tế - kỹ thuật.

- **Chi phí tài chính.** Sự thay đổi về lãi suất và chính sách thuế sẽ có ảnh hưởng rất lớn đến kết cấu vốn và dự toán vốn của doanh nghiệp. Những yếu tố này cũng ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động đầu tư. Việc dự báo chính xác sự thay đổi trong chính sách thuế và lãi suất sẽ có thể làm giảm rủi ro cho hoạt động đầu tư.

- **Tiến bộ khoa học - kỹ thuật.** Yếu tố này sẽ ảnh hưởng tới việc lựa chọn các trang thiết bị, phương pháp khấu hao tài sản cố định, chất lượng và giá thành sản phẩm, v.v... Việc sai lầm trong dự báo tiến bộ khoa học - kỹ thuật có thể ảnh hưởng đến tính khả thi và hiệu quả của dự án đầu tư.

- **Khả năng tài chính của doanh nghiệp.** Quyết định đầu tư phải được xem xét trong giới hạn về khả năng huy động vốn của doanh nghiệp và dự báo các nhu cầu đầu tư trong tương lai. Việc bỏ vốn trong hiện tại sẽ làm doanh nghiệp mất đi khả năng đầu tư mới trong các thời điểm tiếp theo. Doanh nghiệp cũng cần quan tâm tới dự báo khả năng huy động vốn để đáp ứng các nhu cầu đầu tư trong tương lai, từ đó có sự phân tích và lựa chọn các phương thức, các công cụ huy động vốn thích hợp.

## **4.2. Các chỉ tiêu phân tích tài chính dự án đầu tư**

### **4.2.1. Chỉ tiêu Giá trị hiện tại ròng (NPV)**

Phân tích tài chính một dự án đầu tư là phân tích căn cứ trên các luồng tiền của dự án. Sau khi tính đến các yếu tố, chúng ta có thể xây dựng được một dãy các luồng tiền trong các năm của dự án như sau:

Năm	0	1	2	.....	t
Luồng tiền	$C_0$	$C_1$	$C_2$	.....	$C_t$

Đối với các dự án thông thường,  $C_0$  là chi phí đầu tư ban đầu, còn lại là luồng tiền ròng do dự án mang lại trong các năm hoạt động.

Trên cơ sở các luồng tiền được dự tính, các chỉ tiêu về tài chính được tính toán làm cơ sở cho việc ra quyết định đầu tư.

**Giá trị hiện tại ròng.** Giá trị hiện tại ròng là chênh lệch giữa giá trị hiện tại của các luồng tiền dự tính dự án mang lại trong thời gian kinh tế của dự án và giá trị đầu tư ban đầu. Do vậy, chỉ tiêu này phản ánh giá trị tăng thêm (*khi NPV dương*) hoặc giảm đi (*khi NPV âm*) nếu dự án được chấp nhận.

Công thức tính toán giá trị hiện tại ròng (NPV) như sau:  $NPV = C_0 + PV$

Trong đó: NPV là giá trị hiện tại ròng

$C_0$  là vốn đầu tư ban đầu vào dự án, do là khoản đầu tư - luồng tiền ra nên  $C_0$  mang dấu âm.

PV là giá trị hiện tại của các luồng tiền dự tính mà dự án mang lại trong thời gian hữu ích của nó. PV được tính:

$$PV = \frac{C_1}{(1+r)} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \frac{C_3}{(1+r)^3} + \frac{C_4}{(1+r)^4} + \frac{C_5}{(1+r)^5} + \dots$$

Trong đó  $C_1, C_2, C_3, \dots, C_t$  là các luồng tiền dự tính dự án mang lại các năm 1, 2, 3, ..., t; r là tỷ lệ chiết khấu phù hợp của dự án.

Việc xác định chỉ tiêu giá trị hiện tại ròng, như ở trên đã đề cập, liên quan đến các tính toán sau đây:

*Dự tính lượng tiền đầu tư ban đầu*, tức là luồng tiền tại thời điểm 0 (bắt đầu của năm thứ nhất  $C_0$ ).  $C_0$  là luồng tiền ra nên nó mang dấu âm.  $C_0$  bao gồm các khoản đầu tư vào tài sản, tạo ra tài sản của dự án. Nó có thể dưới dạng tiền sẵn sàng cho dự án hoạt động, tạo ra tồn kho, mua sắm tài sản cố định. Đó là các khoản chi tiêu cho dự án hoạt động. Trong thực tế, nó bao gồm các khoản chi tại các thời điểm khác nhau trong giai đoạn đầu của dự án. Để đơn giản trong tính toán, ta coi đó là các khoản chi tại một thời điểm ban đầu.

*Dự tính các luồng tiền trong thời gian kinh tế của dự án*. Đây là các khoản thực thu bằng tiền trong các năm hoạt động của dự án. Nó được tính bằng doanh thu ròng trừ đi các chi phí bằng tiền của từng năm. Các khoản này có thể được thu tại các thời điểm khác nhau trong năm, nhưng trong tính toán phân tích, người ta thường giả định các luồng tiền diễn ra vào thời điểm cuối năm.

*Dự tính tỷ lệ chiết khấu*. Rất khó để xác định một tỷ lệ chiết khấu hoàn toàn chính xác. Tỷ lệ chiết khấu là chi phí cơ hội của việc đầu tư vào dự án mà không đầu tư trên thị trường vốn. Tỷ lệ này thường được tính bằng tỷ lệ thu nhập của các tài sản tài chính tương đương. Đó là tỷ lệ thu nhập mà nhà đầu tư mong đợi khi đầu tư vào dự án.

Giá trị hiện tại ròng là chỉ tiêu cơ bản được sử dụng trong phân tích dự án đầu tư. Một số nhà phân tích tài chính cho đây là chỉ tiêu chính tốt nhất giúp cho việc ra các quyết định đầu tư.

**Ý nghĩa của chỉ tiêu:** NPV phản ánh kết quả lỗ lãi của dự án theo giá trị hiện tại (tại thời điểm 0) sau khi đã tính đến yếu tố chi phí cơ hội của vốn đầu tư. NPV dương có nghĩa là dự án có lãi. NPV = 0 chứng tỏ dự án chỉ đạt mức trang trải đủ chi phí vốn. Dự án có NPV âm là dự án bị lỗ.

**Nguyên tắc sử dụng chỉ tiêu.** Căn cứ vào ý nghĩa của chỉ tiêu NPV, ta thấy quy tắc rất đơn giản "chấp nhận dự án có NPV dương và lớn nhất (nếu có nhiều hơn một dự án phương án có NPV dương)".

Tuy nhiên, việc sử dụng chỉ tiêu này cũng có những **rủi ro nhất định**. Đó là độ tin cậy của các dự đoán đưa ra như trên.

Trong phân tích tài chính dự án đầu tư, người ta còn sử dụng một số các chỉ tiêu khác, ví dụ như tỷ lệ hoàn vốn nội bộ (IRR), thời gian thu hồi vốn đầu tư.

#### **4.2.2. Chỉ tiêu Tỷ lệ hoàn vốn nội bộ (IRR)**

Ngoài mối quan tâm đến kết quả tuyệt đối của việc chấp nhận dự án, các chủ đầu tư còn có thể quan tâm đến tỷ lệ thu nhập bình quân các năm trên vốn đầu tư. Chỉ tiêu này cho phép có thể so sánh trực tiếp với chi phí của vốn đầu tư vào dự án. Đó chính là tỷ lệ hoàn vốn nội bộ.

*Tỷ lệ hoàn vốn nội bộ* là tỷ lệ chiết khấu mà tại đó giá trị hiện tại ròng của dự án bằng 0.

Đối với một khoản đầu tư một kỳ (năm), tỷ lệ hoàn vốn nội bộ được tính bằng việc giải phương trình sau:

$$NPV = C_0 + \frac{C_1}{1 + IRR} = 0$$

Đối với dự án đầu tư có thời gian là T năm, công thức trên trở thành:

$$NPV = C_0 + \frac{C_1}{1 + IRR} + \frac{C_2}{(1 + IRR)^2} + \dots + \frac{C_T}{(1 + IRR)^T} = 0$$

Tương tự như chỉ tiêu NPV, chỉ tiêu này liên quan đến việc dự tính các luồng tiền mà dự án sẽ tạo ra trong thời gian thực hiện. Đồng thời, ta phải có một tỷ lệ chiết khấu (thu nhập) mong đợi để so sánh khi ra quyết định đầu tư.

**Ý nghĩa của chỉ tiêu:** IRR phản ánh khả năng sinh lợi của dự án, chưa tính đến chi phí cơ hội của vốn đầu tư. Tức là, nếu như chiết khấu các luồng tiền theo IRR, PV sẽ bằng đầu tư ban đầu  $C_0$ . Hay nói cách khác, nếu chi phí vốn bằng IRR, dự án sẽ không tạo thêm được giá trị hay không có lãi.

**Nguyên tắc sử dụng chỉ tiêu và ra quyết định.** Từ phân tích trên, ta dễ dàng nhận thấy rằng, nếu IRR lớn hơn chi phí vốn (tỷ lệ chiết khấu của dự án) thì thực hiện dự án. Trong trường hợp này có thể nói, dự án có lãi, tương đương với giá trị hiện tại ròng dương.

Trong việc tính toán IRR cần lưu ý, không cần phải căn cứ vào tỷ lệ chiết khấu dự tính. Điều đó không có nghĩa là tỷ lệ chiết khấu là không quan trọng. Như trên đã đề cập, một khi IRR được tính toán, tiêu chuẩn để so sánh là tỷ lệ chiết khấu của dự án.

Một số lưu ý khi sử dụng IRR phân tích dự án:

Cũng như NPV, sự chính xác của chỉ tiêu phụ thuộc vào sự chính xác của các dự tính về luồng tiền.

IRR là một chỉ tiêu mang tính tương đối, tức là nó chỉ phản ánh tỷ lệ hoàn vốn nội bộ của dự án là bao nhiêu chứ không cung cấp quy mô của số lãi (hay lỗ) của dự án tính bằng tiền.

Khi dự án được lập trong nhiều năm, việc tính toán chỉ tiêu là rất phức tạp. Đặc biệt loại dự án có các luồng tiền ròng vào ra xen kẽ năm này qua năm khác, kết quả tính toán có thể cho nhiều IRR khác nhau gây khó khăn cho việc ra quyết định.

***Ra quyết định đầu tư đối với các dự án loại trừ nhau***

Hai dự án loại trừ nhau là 2 dự án mà doanh nghiệp chỉ có thể chọn một. Khác với 2 dự án độc lập là 2 dự án mà doanh nghiệp có thể chọn cả 2 khi có lợi. Trong một số trường hợp, khi có 2 dự án loại trừ nhau, sử dụng 2 chỉ tiêu NPV và IRR lại mang đến kết quả trái ngược nhau.

Ví dụ: Có hai dự án loại trừ A và B có luồng tiền như sau:

**Bảng 4.1: Luồng tiền của 2 dự án**

Năm	0	1	2	3	4
Dự án A	-350	50	100	150	200
Dự án B	-250	125	100	75	50

Câu trả lời cho việc lựa chọn dự án nào sẽ phụ thuộc vào chỉ tiêu lựa chọn và tỷ lệ thu nhập yêu cầu từ dự án.

*Dựa vào chỉ tiêu IRR*, dự án B sẽ được lựa chọn do thoả mãn điều kiện IRR lớn hơn tỷ lệ thu nhập yêu cầu.

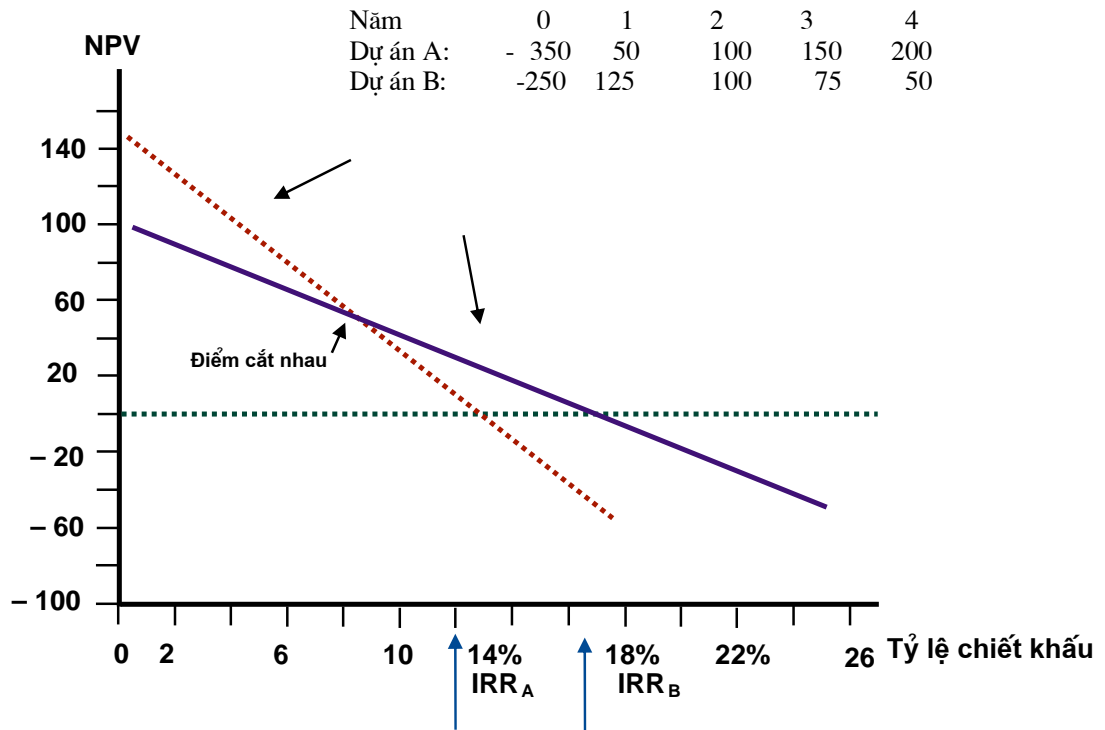
Tuy nhiên, *khi dựa vào NPV*, sẽ có các cách lựa chọn khác nhau nếu với các tỷ lệ chiết khấu khác nhau. Ví dụ, nếu tỷ lệ chiết khấu là 10%, dự án B được lựa chọn vì NPV lớn hơn. Nhưng nếu tỷ lệ chiết khấu là 6%, dự án A sẽ được lựa chọn vì có NPV lớn hơn. Trong trường hợp này, nếu xét theo IRR thì đầu tư dự án B có lợi hơn, nhưng xét theo mục tiêu của quản lý tài chính, dự án A mang lại nhiều giá trị hơn cho chủ sở hữu.

Vậy làm thế nào mà ta biết được trong trường hợp nào thì lựa chọn dự án B, hoặc trường hợp nào thì lựa chọn dự án A? Câu trả lời được minh hoạ ở đồ thị dưới đây.

Khi mô tả đường NPV của cả 2 dự án trên một đồ thị, 2 đường này cắt nhau tại một điểm, nếu như tỷ lệ chiết khấu sử dụng lớn hơn tỷ lệ chiết khấu tại điểm đó thì ta chọn dự án B, còn nếu như tỷ lệ chiết khấu sử dụng nhỏ hơn tỷ lệ chiết khấu tại điểm cắt thì ta chọn dự án A.

Tỷ lệ chiết khấu tại điểm cắt có thể được tính bằng IRR của dự án trung gian (A+B) - tức là tổng của các luồng tiền của 2 dự án cộng lại để ra dự án mới.

Hình 4.1. Giá trị hiện tại ròng (NPV) của 2 dự án



#### 4.2.3. Chỉ tiêu Thời gian hoàn vốn

Vốn đầu tư được thu hồi nhanh như thế nào, trong vòng bao nhiêu năm cũng là mối quan tâm của các nhà đầu tư. Bởi lẽ, các nhà đầu tư đều muốn thu hồi vốn nhanh, với các chỉ tiêu khác nhau, thời gian hoàn vốn càng ngắn thì rủi ro của việc thu hồi vốn càng thấp.

**Thời gian thu hồi vốn** là thời gian mà tổng các luồng tiền thu được từ dự án bằng tổng vốn đầu tư ban đầu.

Ví dụ về sử dụng chỉ tiêu thời gian hoàn vốn:

Xem xét một dự án có đầu tư ban đầu là 50.000 đv. Các luồng tiền tương ứng là 30.000 đv, 20.000 đv và 10.000 đv sau 3 năm đầu tiên. Người ta có thể viết ra số liệu về dự án này như sau:

[-50.000, 30.000, 20.000, 10.000]



Dấu trừ biểu hiện một luồng tiền ra của dự án. Dấu phẩy ngăn cách chỉ ra luồng tiền được nhận vào những thời điểm khác nhau.

Doanh nghiệp nhận được 30.000 đv trong năm thứ nhất và 20.000 đv trong năm thứ hai, luồng tiền lũy kế hai năm đầu bằng đúng đầu tư ban đầu, 50.000 đv. Điều này có nghĩa là doanh nghiệp đã trang trải được hết chi phí đầu tư của nó trong 2 năm. Trường hợp này thời gian thu hồi vốn là 2 năm.

Các nhà đầu tư đều muốn có thời gian thu hồi vốn đầu tư ngắn. Trong một số dự án, doanh nghiệp giới hạn số năm thu hồi vốn cho phép. Ví dụ, với dự án A chỉ được chấp nhận nếu thời gian thu hồi vốn không vượt quá 2 năm.

Nguyên tắc sử dụng chỉ tiêu thời gian thu hồi vốn: chấp nhận dự án có thời gian thu hồi vốn ngắn hơn trong thời gian cho phép.

Các vấn đề nảy sinh đối với thời gian thu hồi vốn:

*Trong tính toán không tính đến giá trị thời gian của tiền.*

*Không quan tâm đến các luồng tiền sau thời gian thu hồi vốn.*

*Không có tiêu chuẩn rõ ràng để lựa chọn.*

Một số nhà phân tích đầu tư còn sử dụng một chỉ tiêu thời gian hoàn vốn sau khi đã tính đến yếu tố thời gian của các luồng tiền. Chỉ tiêu này được gọi là thời gian thu hồi vốn có tính chiết khấu. Thực chất đây là việc tính toán thời gian thu hồi vốn căn cứ theo giá trị hiện tại của các luồng tiền. Tuy nhiên, phương pháp này vẫn mắc phải nhược điểm cơ bản của chỉ tiêu thời gian hoàn vốn, vì nó không quan tâm đến các luồng tiền sau thời gian thu hồi vốn. Và do vậy có thể bỏ qua các cơ hội đầu tư tốt.

Chỉ số khả năng sinh lợi (PI)

Chỉ tiêu này còn được gọi là tỷ số lợi ích - chi phí, là tỷ lệ giữa giá trị hiện tại của các luồng tiền dự án mang lại và giá trị của đầu tư ban đầu. Chỉ tiêu này phản ánh 1 đơn vị đầu tư sẽ mang lại bao nhiêu đơn vị giá trị. Nếu PI lớn hơn 1 có nghĩa là, dự án mang lại giá trị cao hơn chi phí và khi đó có thể chấp nhận được.

***Ưu điểm của chỉ tiêu:***

Chỉ tiêu này có quan hệ chặt chẽ với chỉ tiêu NPV, thường cùng đưa tới một quyết định.

Dễ hiểu và dễ diễn đạt.

Tuy nhiên, do chỉ tiêu chỉ đưa lại số tương đối nên khó sử dụng trong một số trường hợp, ví dụ như lựa chọn hai dự án loại trừ nhau.

### **4.3. Xác định luồng tiền của dự án đầu tư**

Trong phần trước chúng ta đã đề cập đến các chỉ tiêu ra các quyết định đầu tư. Trong phần này, các chi tiết về luồng tiền sẽ được xem xét. Các số liệu sẽ được phân tích, mổ xẻ để có thể ra được các quyết định về đầu tư một cách phù hợp.

#### **4.3.1. Các luồng tiền của dự án**

Tác động của việc chấp nhận một dự án là thay đổi luồng tiền của doanh nghiệp hiện tại và tương lai. Để đánh giá một luận chứng kinh tế - kỹ thuật, ta phải xem xét những thay đổi về luồng tiền của doanh nghiệp để xem xét liệu dự án có mang lại thêm giá trị cho doanh nghiệp hay không. Bước đầu tiên và quan trọng nhất là xem xét liệu luồng tiền tính toán là có phù hợp hay không.

##### **4.3.1.1. Luồng tiền phù hợp**

Một luồng tiền phù hợp là một sự thay đổi trong tổng luồng tiền trong tương lai của doanh nghiệp mà được coi là hậu quả trực tiếp của việc thực hiện dự án. Bởi vì luồng tiền phù hợp được định nghĩa là *sự thay đổi, hay là chênh lệch của luồng tiền của doanh nghiệp, nên nó còn được gọi là luồng tiền chênh lệch tương ứng của dự án*.

Khái niệm về luồng tiền chênh lệch là trung tâm của phân tích về dự án, do vậy chúng ta cần định nghĩa lại khái niệm này. Luồng tiền chênh lệch trong đánh giá dự án là bất cứ sự thay đổi nào trong luồng tiền của doanh nghiệp trong tương lai mà được coi là hậu quả trực tiếp của việc thực hiện dự án.

Từ khái niệm này, ta có thể thấy, các luồng tiền mà sự tồn tại của nó không liên quan đến việc thực hiện hay không thực hiện dự án thì không thể coi là luồng tiền chênh lệch.

Trong thực tế, việc tính toán, so sánh luồng tiền khi có và không có dự án là rất phức tạp, đặc biệt đối với những doanh nghiệp lớn. Tuy nhiên, rất may là việc tính toán đó không phải là bao giờ cũng cần thiết. Một khi

chúng ta xác định tác động của một dự án đề nghị đối với luồng tiền của doanh nghiệp, chúng ta chỉ cần tập trung vào luồng tiền chênh lệch là kết quả của dự án. Nguyên lý này được gọi là nguyên lý tính độc lập.

Nguyên lý tính độc lập cho rằng một khi chúng ta đã xác định luồng tiền chênh lệch khi thực hiện dự án, chúng ta có thể nhìn nhận dự án đó như là một doanh nghiệp nhỏ với doanh thu, chi phí, tài sản và tất nhiên là các luồng tiền của nó. Khi đó chúng ta sẽ xem xét, so sánh các luồng tiền của doanh nghiệp này với chi phí đầu tư của nó. Kết quả quan trọng của phương pháp này là đánh giá dự án đơn thuần với các giá trị độc lập với hoạt động khác hoặc dự án khác.

Trên đây chúng ta đã đề cập đến luồng tiền chênh lệch do dự án mang lại. Phần tiếp theo, chúng ta sẽ xem xét một số luồng tiền đặc thù.

#### ***Chi phí chìm (Sunk costs)***

Chi phí chìm được định nghĩa là chi phí đã trả hay đã phát sinh phải trả. Loại chi phí này không chịu ảnh hưởng bởi quyết định hiện tại là chấp nhận hay không chấp nhận dự án. Nói cách khác, doanh nghiệp phải trả chi phí này mà không phụ thuộc vào việc có chấp nhận dự án hay không. Theo định nghĩa về luồng tiền chênh lệch, rõ ràng chi phí này không phù hợp cho việc ra quyết định. *Do vậy, chúng ta sẽ không tính đến trong phân tích của mình.*

#### **4.3.1.2. Chi phí cơ hội**

Khi đề cập đến chi phí, chúng ta thường nghĩ là các khoản tiền đã trả hay là các khoản thanh toán. Tuy nhiên, khái niệm về chi phí cơ hội thì khác. *Chi phí cơ hội được định nghĩa là cơ hội thu nhập bị bỏ qua do chấp nhận dự án này mà không chấp nhận dự án khác.*

Ví dụ, doanh nghiệp có một dự án sản xuất giấy thể thao. Trong dự án đó, doanh nghiệp có thể sử dụng một nhà xưởng hiện doanh nghiệp đang bỏ không. Nhà xưởng này được mua cách đây vài năm với giá là 50.000 đv. Việc đưa nhà xưởng vào dự án rõ ràng là không trực tiếp làm tăng luồng tiền đầu tư của doanh nghiệp. Vậy có thể xem giá trị nhà xưởng này không phải là luồng tiền phù hợp? Câu trả lời là không. Vì nhà xưởng vẫn có giá trị đối với doanh nghiệp. Hay chúng ta coi 50.000 đv giá mua cũ là luồng tiền phù hợp? Câu trả lời cũng là không, vì số tiền đã bỏ ra là chi phí chìm. Luồng

tiền phù hợp là giá bán của nhà xưởng hiện tại nếu doanh nghiệp đem bán (sau khi trừ đi các chi phí liên quan).

#### **4.3.1.3. Tác động phụ**

Lưu ý rằng luồng tiền chênh lệch của một dự án bao gồm tất cả các thay đổi luồng tiền của doanh nghiệp được gây ra bởi việc thực hiện dự án. Trong nhiều trường hợp, việc chấp nhận dự án có thể gây ra những tác động phụ, kể cả tốt và xấu đối với luồng tiền của doanh nghiệp.

Ví dụ, việc doanh nghiệp chấp nhận một dự án sản xuất sản phẩm mới có thể làm giảm luồng tiền từ doanh thu hiện tại do khách hàng chuyển sang mua mặt hàng mới có cùng công dụng. Trong trường hợp này, luồng tiền của dự án mới cần tính đến sự sụt giảm của luồng tiền bán sản phẩm hiện tại này.

#### **4.3.1.4. Vốn lưu động ròng**

Thông thường, một dự án yêu cầu phải đầu tư vào vốn lưu động ròng bên cạnh đầu tư vào tài sản cố định. Ví dụ như đầu tư vào tiền để đáp ứng nhu cầu chi trả, đầu tư vào tồn kho ban đầu cần thiết để bắt đầu sản xuất và đầu tư vào các khoản phải thu trong lúc bán hàng chưa thu được. Lượng đầu tư này được tài trợ bởi các khoản nợ ngắn hạn, do vậy kết quả là doanh nghiệp chỉ phải đầu tư vào phần vốn lưu động ròng. Trong tính toán dự án, đầu tư vào vốn lưu động ròng được coi là đầu tư ban đầu, lượng đầu tư này sẽ được thu hồi khi dự án kết thúc.

#### **4.3.1.5. Chi phí tài trợ**

Trong phân tích luận chứng kinh tế - kỹ thuật, người ta không quan tâm đến chi phí tài trợ như lãi vay hay cổ tức trả trước. Bởi lẽ chúng ta quan tâm đến luồng tiền do tài sản của dự án tạo ra. Trong khi đó, các chi phí tài trợ như lãi vay lại thuộc luồng tiền trả cho chủ nợ, không phải luồng tiền từ tài sản (hay cho tài sản).

Hơn nữa, mục tiêu của phân tích dự án là so sánh giá trị các luồng tiền dự án mang lại với chi phí đầu tư để tính ra giá trị hiện tại ròng. Mối quan hệ giữa nợ và vốn của chủ là vấn đề thuộc quản lý và nó quyết định sự phân chia luồng tiền giữa chủ sở hữu và chủ nợ.

#### **4.3.2. Các báo cáo tài chính dự toán và phương pháp xác định luồng tiền của dự án**

Trước tiên, để đánh giá một luận chứng kinh tế kỹ thuật, nhà phân tích phải bắt đầu với các báo cáo tài chính kế hoạch (hay dự toán). Từ đó, có thể tính toán luồng tiền của dự án để trên cơ sở đó, sử dụng các chỉ tiêu để đánh giá dự án.

##### **4.3.2.1. Các báo cáo tài chính dự toán**

Các báo cáo tài chính dự toán là phương tiện thuận lợi và dễ hiểu để tóm tắt các thông tin phù hợp về dự án. Để có được các báo cáo này, cần có các thông tin như dự tính về sản lượng bán, giá bán đơn vị, chi phí biến đổi đơn vị, tổng chi phí cố định, tổng đầu tư cần thiết (bao gồm cả đầu tư vào vốn lưu động ròng). Từ các thông tin này, ta có thể lập được Báo cáo thu nhập dự toán và Báo cáo dự toán vốn đầu tư. Với hai báo cáo này, ta có thể tính được luồng tiền của dự án.

##### **4.3.2.2. Luồng tiền của dự án**

Như đã đề cập ở phần trước, luồng tiền của dự án gồm 3 bộ phận: luồng tiền từ hoạt động kinh doanh (OCF), chi tiêu vốn và thay đổi vốn lưu động ròng. Như vậy:

**Luồng tiền của dự án** = [Luồng tiền từ hoạt động kinh doanh của dự án + Thay đổi vốn lưu động ròng của dự án + Chi tiêu vốn của dự án]

Trong đó:

**Luồng tiền từ hoạt động kinh doanh** = [Lợi nhuận sau thuế + Khấu hao]

##### **4.3.2.3. Các phương pháp tính toán luồng tiền từ hoạt động kinh doanh**

Có các phương pháp khác nhau trong việc xác định luồng tiền từ hoạt động kinh doanh, song cùng mang lại một kết quả giống nhau.

Giả sử chúng ta có các số liệu sau đây:

Doanh thu	= 1.500 đv
Chi phí	= 700 đv
Khấu hao	= 600 đv

#### **Chương 4: Quản lý đầu tư của doanh nghiệp**

---

Với các số liệu này, tính toán lợi nhuận trước thuế và lãi vay:

$$\begin{aligned}\text{EBIT} &= \text{Doanh thu} - \text{Chi phí} - \text{Khấu hao} \\ &= 1.500 - 700 - 600 \\ &= 200 \text{ đv}\end{aligned}$$

Giả sử doanh nghiệp không có chi phí lãi vay, thuế suất T là 34%, vậy thuế phải trả là:

$$\begin{aligned}\text{Thuế} &= \text{Lợi nhuận trước thuế (EBIT} \times \text{T)} \\ &= 200 \times 0,34 = 68 \text{ đv}\end{aligned}$$

Tính toán luồng tiền hoạt động (OCF):

$$\begin{aligned}\text{OCF} &= \text{Lợi nhuận sau thuế} + \text{Khấu hao} \\ &= (200 - 68) + 600 = 732 \text{ đv}\end{aligned}$$

Xem xét các phương pháp sau:

##### ***a. Phương pháp từ dưới lên***

Vì dự án bỏ qua chi phí lãi vay khi tính OCF, ta có thể tính lợi nhuận ròng của dự án như sau:

$$\begin{aligned}\text{Lợi nhuận ròng của dự án} &= \text{EBIT} - \text{Thuế} \\ &= 200 - 68 \\ &= 132 \text{ đv.}\end{aligned}$$

Xuất phát từ số dưới cùng - lợi nhuận ròng, cộng với khấu hao, ta được luồng tiền từ hoạt động kinh doanh OCF:

$$\begin{aligned}\text{OCF} &= \text{Lợi nhuận ròng} + \text{Khấu hao} \\ &= 132 + 600 = 732 \text{ đv}\end{aligned}$$

Phương pháp vừa tính được gọi là phương pháp từ dưới lên (Bottom-up approach).

##### ***b. Phương pháp từ trên xuống***

Phương pháp từ trên xuống (Top-down approach) xuất phát từ doanh thu để tính toán luồng tiền từ hoạt động kinh doanh của dự án. Tính toán như sau:

$$\text{OCF} = \text{Doanh thu} - \text{Chi phí} - \text{Thuế}$$

$$= 1.500 - 700 - 68 = 732 \text{ đv}$$

**c. Phương pháp tiết kiệm nhờ thuế**

Công thức tính OCF theo phương pháp tiết kiệm nhờ thuế như sau:

$$\begin{aligned}\text{OCF} &= (\text{Doanh thu} - \text{Chi phí}) \times (1 - T) + \text{Khấu hao} \times T \\ &= (1.500 - 700) \times 0,66 + 600 \times 0,34 \\ &= 528 + 204 \\ &= 732 \text{ đv}\end{aligned}$$

Công thức trên có 2 phần: *Phần thứ nhất* là luồng tiền từ hoạt động kinh doanh của dự án nếu như không có khấu hao. Trong ví dụ trên, phần này là 528 đv; *Phần thứ hai* là chi phí khấu hao nhân với thuế suất. Phần này được gọi là tiết kiệm nhờ thuế do khấu hao bởi lẽ chi phí khấu hao là chi phí không xuất quỹ, việc tính chi phí khấu hao có tác dụng làm giảm thuế phải nộp, và do vậy làm tăng luồng tiền từ hoạt động kinh doanh của dự án.

**4.3.3. Một số trường hợp đặc biệt**

Sau đây là một số trường hợp áp dụng phương pháp phân tích luồng tiền chiết khấu để ra các quyết định:

**4.3.3.1. Đánh giá đề án giảm chi phí**

Trong thực tế, chúng ta thường gặp phải các tình huống phải ra quyết định thay thế hoặc nâng cấp thiết bị để giảm chi phí sản xuất kinh doanh. Vấn đề ở đây là liệu chi phí giảm được có đủ lớn để trang trải chi tiêu vốn đầu tư hay không. Để làm rõ vấn đề này, có thể nghiên cứu ví dụ sau:

Một doanh nghiệp đang xem xét tự động hoá một số bộ phận để giảm chi phí sản xuất. Thiết bị cần đầu tư có giá 80.000 đv. Thiết bị này sẽ giúp giảm chi phí sản xuất (trước thuế) hàng năm là 22.000 đv do tiết kiệm được nguyên vật liệu và lao động. Thiết bị có thể sử dụng được 5 năm, doanh nghiệp sử dụng phương pháp khấu hao tuyến tính hết giá trị tài sản trong 5 năm (mặc dù dự tính thiết bị sẽ bán được 20.000 đv vào cuối năm thứ 5). Thuế suất doanh nghiệp là 34%, tỷ lệ thu nhập yêu cầu là 10%.

Việc đầu tiên là chúng ta cần xác định các luồng tiền phù hợp:

#### Chương 4: Quản lý đầu tư của doanh nghiệp

- **Thứ nhất:** Luồng tiền chi tiêu vốn đầu tư được xác định là 80.000 đv. Giá trị thu hồi sau thuế là  $20.000 \times (1 - 0,34) = 13.200$  đv do đã khấu hao hết giá thiết bị.

- **Thứ hai:** Không có nhu cầu tăng vốn lưu động ròng liên quan.

- **Thứ ba:** Tính toán luồng tiền từ hoạt động kinh doanh OCF:

**Chi phí tiết kiệm trước thuế hàng năm 22.000 đv**

**Khấu hao hàng năm là  $80.000/5 = 16.000$  đv**

Như vậy, EBIT hàng năm sẽ tăng  $22.000 - 16.000 = 6.000$  đv. Đồng thời, thuế cũng tăng do EBIT tăng là  $6.000 \times 0,34 = 2.040$  đv hàng năm.

Theo những thông tin vừa rồi, ta có thể tính được OCF hàng năm:

$$\begin{aligned} \text{OCF} &= \text{Lợi nhuận sau thuế} + \text{Khấu hao} \\ &= (6.000 - 2.040) + 16.000 = 19.960 \text{ đv} \end{aligned}$$

Như vậy luồng tiền hàng năm từ hoạt động kinh doanh của dự án là 19.960 đv.

Ta cũng có thể tính được luồng tiền vừa rồi bằng cách sau: Chi phí tiết kiệm trước thuế là 22.000 đv, vì nó làm tăng lợi nhuận nên ta phải nộp thuế cho phần tăng này. Như vậy, chi phí tiết kiệm được sau thuế là  $22.000 \times (1 - 34\%) = 14.520$  đv. Chi phí khấu hao là 16.000 đv, song không phải là chi phí bằng tiền nên làm giảm thuế  $16.000 \times 34\% = 5.440$  đv.

Như vậy tổng luồng tiền hoạt động bằng  $14.520 \text{ đv} + 5.440 \text{ đv} = 19.960 \text{ đv}$ .

Ta có thể kết thúc bằng việc phân tích các luồng tiền vừa tính được.

**Bảng 4.2. Các luồng tiền của dự án**

Năm	0	1	2	3	4	5
LT từ hoạt động OCF		19.960	19.960	19.960	19.960	19.960
Chi tiêu vốn	-80.000					13.200
<b>Tổng luồng tiền</b>	<b>-80.000</b>	<b>19.960</b>	<b>19.960</b>	<b>19.960</b>	<b>19.960</b>	<b>33.160</b>

Với tỷ lệ chiết khấu là 10%,  $NPV = 3.860$  đv. Như vậy doanh nghiệp nên đầu tư vào thiết bị.

#### 4.3.3.2. Đặt giá thầu



Phân tích luồng tiền chiết khấu có thể sử dụng trong trường hợp đặt giá thầu thấp nhất để có thể thắng thầu mà doanh nghiệp không bị lỗ.

Ví dụ: Doanh nghiệp đang có một đơn hàng chào thầu 20 xe tải, mỗi năm 5 xe trong vòng 4 năm. Đơn hàng yêu cầu doanh nghiệp phải mua xe tải mới và thay đổi một số thiết kế theo yêu cầu của khách hàng. Giá mua một xe là 10.000 đv, doanh nghiệp phải thuê mặt bằng nhà xưởng 24.000 đv/năm. Chi phí nguyên vật liệu và lao động để làm một xe dự tính là 4.000 đv. Ngoài ra, doanh nghiệp còn phải mua sắm thiết bị phục vụ sản xuất giá 60.000 đv. Thiết bị này được khấu hao đều hết trong vòng 4 năm. Tuy nhiên, giá trị thu hồi của thiết bị dự tính là 5.000 đv vào cuối năm thứ 4. Thuế suất doanh nghiệp là 39% và doanh nghiệp yêu cầu tỷ lệ thu nhập 20% trên khoản đầu tư. Đầu tư ban đầu vào vốn lưu động ròng là 40.000 đv.

Như vậy ta có:

Tổng chi phí hàng năm là:

$$24.000 \text{ đv} + 5 \times (10.000 \text{ đv} + 4.000 \text{ đv}) = 94.000 \text{ đv}$$

Chi tiêu vốn là: 60.000 đv

$$\text{Giá trị thu hồi sau thuế là: } 5.000 \text{ đv} \times (1 - 39\%) = 3.050 \text{ đv.}$$

- Đầu tư vào vốn lưu động ròng: 40.000 đv.

Sắp xếp các yếu tố trên vào bảng ta có được bảng sau đây:

**Bảng 4.3. Các chỉ tiêu của dự án**

Năm	0	1	2	3	4
LT từ hoạt động OCF		+OCF	+OCF	+OCF	+OCF
Thay đổi VLĐR	-40.000 đv				40.000 đv
Chi tiêu vốn	-60.000 đv				3.050 đv
<b>Tổng luồng tiền</b>	<b>-100.000 đv</b>	<b>+OCF</b>	<b>+OCF</b>	<b>+OCF</b>	<b>+ CF+43.050</b>

Lưu ý là, mức giá thấp nhất doanh nghiệp có thể chấp nhận là giá làm cho NPV = 0. Tại mức giá đó, dự án mang lại thu nhập chính xác bằng 20% như yêu cầu. Giải phương trình NPV = 0 tại tỷ lệ chiết khấu 20% ta được: OCF = 30.609 đv.

Ta đã biết, theo phương pháp từ dưới lên,  $OCF = TNR + \text{Khấu hao}$ ; khấu hao = 15.000 đv, do vậy  $TNR = 15.609$  đv.

Từ TNR ta tính ra doanh thu, vì:

$$\text{Doanh thu} - \text{Chi phí} - \text{Khấu hao} - \text{Thuế (39\%)} = TNR$$

$$\text{Doanh thu} = 134.589 \text{ đv}$$

$$\text{Giá bán một xe là } 134.589/5 = 26.918 \text{ đv.}$$

#### **4.3.3.3. Lựa chọn thiết bị có thời gian sử dụng khác nhau**

Trong đánh giá lựa chọn để mua sắm thiết bị, mục tiêu lựa chọn thiết bị có chi phí thấp nhất. Đối với các thiết bị có thời gian sử dụng khác nhau, có thể dùng phương pháp chi phí quy đổi hàng năm để so sánh.

Ví dụ: để thực hiện một chức năng trong dây chuyền sản xuất, doanh nghiệp có thể lựa chọn một trong hai phụ tùng sau:

Phụ tùng A có giá mua là 100 đv, chi phí vận hành hết 10 đv/năm và có thể dùng được 2 năm.

Phụ tùng B có giá mua là 140 đv, chi phí vận hành là 8 đv/năm và phải thay thế sau 3 năm sử dụng

Bỏ qua thuế, tỷ lệ thu nhập yêu cầu là 10%, doanh nghiệp nên chọn phụ tùng nào?

Trước hết ta tính giá trị hiện tại của chi phí cả 2 phụ tùng:

$$PV_A = -100 - 10/1,1 - 10/1,1^2 = -117,36 \text{ đv}$$

$$PV_B = -140 - 8/1,1 - 8/1,1^2 - 8/1,1^3 = -159,89 \text{ đv}$$

Nếu tính tổng chi phí theo giá hiện tại thì phụ tùng B có chi phí cao hơn, tuy nhiên không thể căn cứ vào chỉ tiêu này để ra quyết định vì, phụ tùng B được dùng cho 3 năm trong khi phụ tùng A chỉ dùng được 2 năm. Cách duy nhất để có thể so sánh được là quy về chi phí bình quân quy đổi hàng năm (EAC). Thực chất là quy về tài sản tương đương có cùng giá trị hiện tại nhưng có luồng niên kim đều các năm.

Các tính toán cho kết quả sau:

$$EAC_A = -67,62 \text{ đv}$$

$$EAC_B = -64,29 \text{ đv}$$

Như vậy, doanh nghiệp nên chọn mua phụ tùng B.

#### **4.4. Phân tích và đánh giá dự án**

Trong phần trước, chúng ta đã xem xét làm thế nào để dự tính được luồng tiền phù hợp, trên cơ sở đó, tính toán chỉ tiêu giá trị hiện tại ròng NPV và các chỉ tiêu khác. Trong chương này, chúng ta sẽ đi sâu phân tích tính tin cậy của các dự tính đó.

##### **4.4.1. Đánh giá dự tính về NPV**

Như đã đề cập, một dự án có NPV dương là dự án có thu nhập lớn hơn chi phí. Trong trường hợp đó, dự án được coi là tạo ra giá trị cho chủ sở hữu. Vấn đề với việc xác định cơ hội là trong hầu hết các trường hợp, chúng ta không quan sát được giá trị thị trường mà phải dự tính chúng. Vấn đề đặt ra là làm thế nào để dự tính được sát nhất với giá trị thực.

##### **4.4.1.1. Vấn đề cơ bản**

Giả sử chúng ta đã làm rất tốt các bước trong xác định luồng tiền phù hợp, đã loại trừ chi phí chìm, chi phí tài trợ, và tính đến các yếu tố khác như chi phí cơ hội, đầu tư vào vốn lưu động ròng cũng như tính đến các lỗi có thể mắc phải trong tính toán. Trên cơ sở đó, chúng ta tính ra chỉ tiêu NPV dương. Như vậy, đã đủ để ra quyết định chưa? Câu trả lời là chưa, vì NPV dương đã là một dấu hiệu tốt, nhưng để ra các quyết định đầu tư, chúng ta cần xem xét vấn đề một cách kỹ lưỡng hơn.

Có thể có 2 tình huống dẫn đến NPV dương. *Thứ nhất*, dự án thực sự mang lại NPV dương. *Thứ hai*, dự án có NPV dương bởi các dự tính sai. Tương tự như vậy đối với dự án có NPV âm, nếu không xem xét kỹ lưỡng, có thể doanh nghiệp bỏ lỡ mất cơ hội đầu tư.

##### **4.4.1.2. Rủi ro trong dự tính**

Số liệu cơ bản để tính toán luồng tiền chiết khấu (DCF) là các dự tính về luồng tiền trong tương lai. Nếu các dự tính không đáng tin cậy, chúng ta gặp phải vấn đề GIGO - *chất lượng đầu vào vô nghĩa* thì quyết định đầu tư cũng không có ý nghĩa gì. Trong trường hợp đó, các tính toán căn cứ vào các dự tính trở nên vô nghĩa và dẫn tới những quyết định sai lầm.

Xác suất ra quyết định không đúng vì những sai sót trong luồng tiền dự tính gọi là “*Rủi ro dự tính*”. Vì rủi ro dự tính, một số dự án thực ra có NPV âm trong khi kết quả tính toán lại cho số dương. Điều đó xảy ra nếu

các nhà phân tích quá lạc quan trong dự tính các luồng tiền đã không phản ánh hết được khả năng trong tương lai.

Như vậy, chúng ta đã đề cập đến rủi ro dự tính hay khả năng xảy ra các sai sót trong dự tính, và mục tiêu của chương này là tìm hiểu áp dụng một số công cụ để hạn chế các rủi ro đó qua việc xác định và đánh giá các tác động của chúng.

#### **4.4.1.3. Nguồn gốc của giá trị**

Giá trị một dự án được đóng góp từ rất nhiều yếu tố khác nhau. Ví dụ với một dự án phát triển sản phẩm mới, giá trị của nó được tạo ra bởi giải quyết các vấn đề sau: Liệu sản phẩm có tốt hơn sản phẩm cùng loại của đối thủ cạnh tranh? Liệu có thể sản xuất với chi phí thấp hơn? Phân phối hiệu quả hơn? Xác định được đúng nhu cầu đặc biệt của thị trường? Kiểm soát hay thuyết phục được thị trường?

Một vấn đề quan tâm là tính cạnh tranh của thị trường. Nguyên lý cơ bản là, trong một thị trường có tính cạnh tranh cao, rất hiếm có những dự án đầu tư có NPV dương. Việc dễ dàng tìm thấy những dự án có NPV dương chứng tỏ một trong hai khả năng. *Thứ nhất*, đã tìm được lĩnh vực ít cạnh tranh. Trong trường hợp này nên mạnh dạn đầu tư. *Thứ hai* là các tính toán của chúng ta chưa hợp lý, chưa thực tế. Hai khả năng này thường gặp ở các thị trường chưa phát triển.

#### **4.4.2. Phân tích tình huống và các phân tích khác**

Phương pháp cơ bản để đánh giá các dự tính về luồng tiền và NPV liên quan đến câu hỏi “Điều gì sẽ xảy ra nếu...?” – hay phân tích nhân - quả. Mục tiêu của việc áp dụng phương pháp này là nhằm đánh giá mức độ rủi ro dự tính đối với các yếu tố được coi là trọng yếu đối với sự thành công hay thất bại của dự án.

##### **4.4.2.1. Tình huống cơ sở**

Để bắt đầu phân tích dự án, chúng ta dự tính NPV căn cứ vào các luồng tiền đã được dự tính. Các luồng tiền dự tính ban đầu và các giả định để dự tính chúng được gọi là tình huống cơ sở (base case). Tuy nhiên, giờ đây cần nhận biết các khả năng xảy ra các sai sót làm sai lệch các tính toán. Và

do vậy, sau khi hoàn thành tính toán tình huống cơ sở, chúng ta thay đổi một số giả thiết về các dự tính trong tương lai.

Một cách phổ biến để tiến hành phương pháp này là đặt các mức cao hơn và thấp hơn các yếu tố của dự án. Ví dụ, dự tính ban đầu của chúng ta là bán ra 100 đơn vị, dự tính này có thể cao hoặc thấp hơn khả năng nhưng sai số tối đa là 10 đơn vị, do vậy ta có thể đặt ra 2 trường hợp: trường hợp cao hơn là bán được 110 đơn vị và trường hợp thấp hơn là bán được 90 đơn vị. Tương tự như vậy, chúng ta có thể thay đổi mức đối với các yếu tố khác ảnh hưởng đến luồng tiền.

Khi lựa chọn các trường hợp thấp hơn và cao hơn, chúng ta không loại trừ hết các trường hợp các yếu tố có thể thấp hoặc cao hơn mức đó. Tuy nhiên, trường hợp vượt ra ngoài giới hạn đó ít có khả năng xảy ra.

Để minh họa, ta xem xét ví dụ sau: Dự án có chi phí đầu tư 200.000 đv, thời gian 5 năm, khấu hao tuyến tính hết xuống bằng 0, không có giá trị thu hồi. Tỷ lệ thu nhập yêu cầu là 12%, thuế suất 34%. Có các thông tin sau:

**Bảng 4.4. Các chỉ tiêu của dự án trong các tình huống**

<b>Chỉ tiêu</b>	<b>Tình huống cơ sở</b>	<b>Trường hợp thấp</b>	<b>Trường Hợp cao</b>
Số đơn vị bán	6.000	5.500	6.500
Giá bán đơn vị	80 đv	75 đv	85 đv
Chi phí biến đổi đơn vị	60 đv	58 đv	62 đv
Chi phí cố định năm	50.000 đv	45.000 đv	55.000 đv

Với các thông tin này, có thể tính NPV trong tình huống cơ sở bằng việc tính thu nhập:

**Bảng 4.5. Xác định thu nhập của dự án**

Đơn vị: đv

Doanh thu	480.000
Chi phí biến đổi	360.000
Chi phí cố định	50.000
Khấu hao	40.000
EBIT	30.000
Chi trả lãi	0
Lợi nhuận trước thuế	30.000
Thuế (34%)	10.200
Lợi nhuận ròng	19.800

Luồng tiền hoạt động hàng năm bằng  $19.800 + 40.000 = 59.800$  đv.  
Tại 12%, nhân tử niên kim 5 năm là 3,6048, do vậy, NPV tình huống cơ sở là:

$$NPV_{cs} = -20.000 + 59.800 \times 3.6048 = 15.567 \text{ đv}$$

Như vậy, tại trường hợp này, có thể chấp nhận dự án đầu tư.

#### **4.4.2.2. Phân tích tình huống**

Hình thức chuẩn của phân tích “nhân - quả” được gọi là phân tích tình huống. Trường hợp này chúng ta tìm hiểu sự thay đổi của NPV khi số đơn vị hàng bán đạt ở mức 5.500 thay cho 6.000.

Khi tiến hành xem xét các tình huống có thể xảy ra, nếu như thấy ở hầu hết các trường hợp có thể xảy ra đều cho kết quả NPV dương. Với kết quả đó, có thể mạnh dạn thực hiện dự án. Còn nếu hầu hết các trường hợp xem xét cho NPV âm, có thể tạm kết luận mức rủi ro dự tính là cao và cần xem xét kỹ lưỡng hơn nữa trước khi ra quyết định.

Có nhiều tình huống có thể được xem xét, thường người ta xem xét với trường hợp xấu nhất. Trường hợp này cho ta giá trị thấp nhất có thể của NPV và nếu NPV dương là dấu hiệu tốt cho dự án. Sau đó có thể tiếp tục xem xét thái cực khác - trường hợp tốt nhất. Trường hợp này cho ta giá trị dự tính NPV cao nhất.

Để có trường hợp xấu nhất, ta cho các giá trị không có lợi nhất cho các khoản mục. Ví dụ như giá bán thấp, chi phí cao. Làm ngược lại với trường

hợp trên, ta có trường hợp tốt nhất. Đối với ví dụ trên, có các trường hợp xấu nhất và tốt nhất:

**Bảng 4.6. Phân tích tình huống**

Chỉ tiêu	Trường hợp xấu nhất	Trường hợp tốt nhất
Số đơn vị bán	5.500	6.500
Giá bán đơn vị	75 đv	85 đv
Chi phí biến đổi đơn vị	58 đv	62 đv
Chi phí cố định năm	45.000 đv	55.000 đv

Với các thông tin này, ta có thể tính được thu nhập ròng và luồng tiền cho mỗi trường hợp:

**Bảng 4.7. Phân tích các tình huống của dự án**

Tình huống	Thu nhập ròng	Luồng tiền	NPV	IRR
Cơ sở	19.800 đv	59.800 đv	15.567 đv	15,1%
Xấu nhất	15.510 đv	24.490 đv	- 111.719 đv	- 14,4%
Tốt nhất	59.730 đv	99.730 đv	159.504 đv	40,9%

Ta có thể thấy, thậm chí trong tình huống xấu nhất, luồng tiền vẫn dương với 24.490 đv. Tuy nhiên, IRR có giá trị âm và ta mất đi hơn nửa của giá trị đầu tư ban đầu với  $NPV = - 111.719$  đv. Còn trường hợp tốt nhất thì tỷ lệ thu nhập đạt tới 41%.

Trường hợp xấu nhất và tốt nhất ở đây chúng ta đề cập chỉ có tính chất tương đối và mang tính chủ quan. Còn trường hợp tốt nhất và xấu nhất trên thực tế còn mang những yếu tố khách quan nữa. Tốt nhất và xấu nhất ở đây chỉ có nghĩa là ta ước tính một loạt các khả năng, khả năng gần với tiềm năng cao nhất ta gọi là tốt nhất, còn khả năng gần với giới hạn thấp nhất trong ước tính ta gọi là xấu nhất. Người ta còn gọi tương ứng các trường hợp này là lạc quan và bi quan thay cho tốt nhất và xấu nhất.

Trong phân tích, có thể tạo ra một số lượng không hạn chế các tình huống. Tuy nhiên, người ta thường phân tích thêm các trường hợp trung gian giữa tốt nhất và cơ sở, giữa xấu nhất và cơ sở. Song cũng cần xác định giới

hạn các tình huống phân tích để tránh lãng phí thời gian và công sức vì các tính toán không cần thiết.

#### **4.4.2.3. Phân tích tính nhạy cảm**

Phân tích tính nhạy cảm (Sensitivity Analysis) là một biến tướng của phân tích tình huống. Phân tích này rất hữu dụng trong việc xác định chính xác các yếu tố mà tác động của rủi ro dự toán nhiều nhất. Trong phân tích nhạy cảm, người ta phân tích sự thay đổi của NPV khi có một nhân tố thay đổi với giả định các nhân tố khác được cố định. Khi NPV rất nhạy cảm (thay đổi nhiều) với một thay đổi nhỏ của một yếu tố, ta nói rủi ro dự tính đối với yếu tố đó là cao.

Phân tích tính nhạy cảm được sử dụng phổ biến trong phân tích dự án. Ví dụ, năm 1998, Công ty Cumberland có một dự án đầu tư khai thác vàng. Dự án có IRR dự tính cao tới 18,9% trong thời gian 10 năm và thời gian thu hồi vốn là 2,7 năm. Các số liệu đó tính toán trên cơ sở dự tính giá vàng là 325 USD/ounce. Tuy nhiên, phân tích nhạy cảm theo giá vàng, khi giá vàng xuống 300 USD, IRR còn 15,1% và khi giá vàng xuống 275 USD, IRR chỉ còn 11,1%.

Trở lại với ví dụ trên khi xem xét nhạy cảm của NPV với số lượng bán, ta có:

**Bảng 4.8. Phân tích nhạy cảm theo số lượng bán**

<b>Tình huống</b>	<b>Số lượng bán</b>	<b>Luồng tiền</b>	<b>NPV</b>	<b>IRR</b>
Cơ sở	6.000	59.800 đv	15.567 đv	15,1%
Xấu nhất	5.500	53.200 đv	- 8.226 đv	10,3%
Tốt nhất	6.500	66.400 đv	39.357 đv	19,7%

Phân tích nhạy cảm của NPV khi chi phí cố định thay đổi, ta có bảng sau:

**Bảng 4.9. Phân tích nhạy cảm theo chi phí cố định**

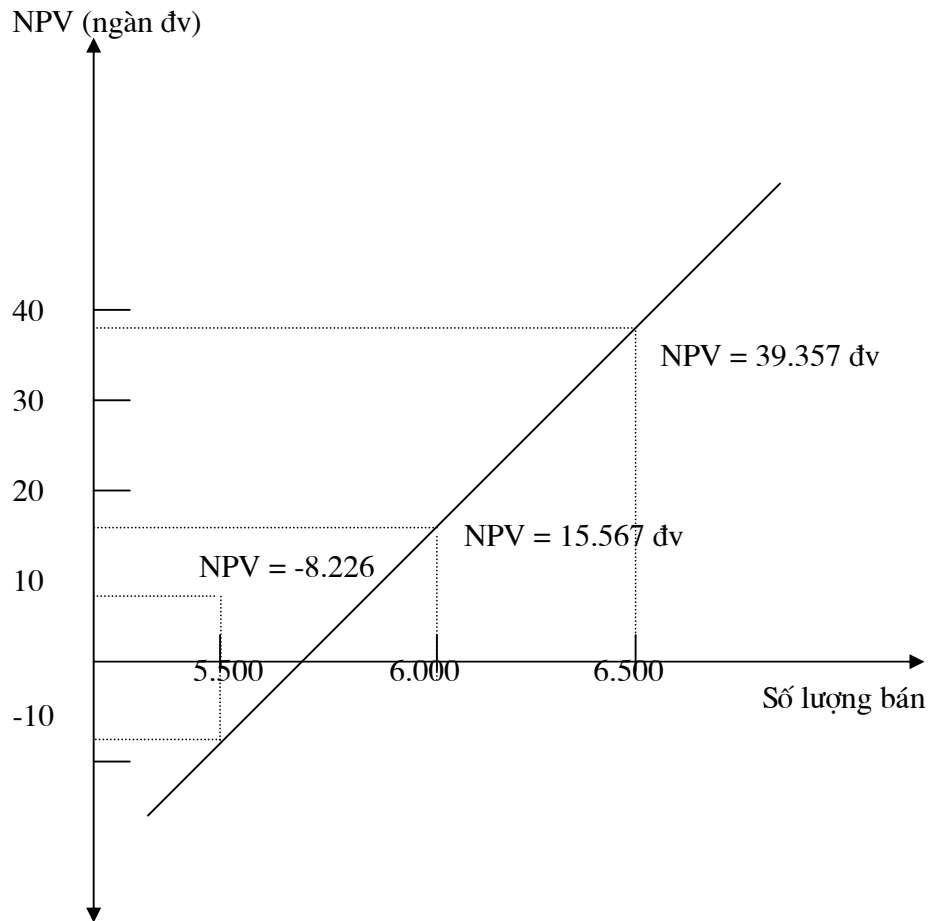
<b>Tình huống</b>	<b>Chi phí cố định</b>	<b>Luồng tiền</b>	<b>NPV</b>	<b>IRR</b>
Cơ sở	50.000 đv	59.800 đv	15.567 đv	15,1%
Xấu nhất	55.000 đv	56.500 đv	3.670 đv	12,7%
Tốt nhất	45.000 đv	63.100 đv	27.461 đv	17,4%



Ta có thể thấy rằng, trong các yếu tố xem xét, NPV nhạy cảm nhiều hơn với sự thay đổi của số lượng hàng bán. Còn đối với sự thay đổi của chi phí cố định, ngay trường hợp xấu nhất, dự án cũng có NPV dương.

Có thể mô tả quan hệ giữa số lượng hàng bán và NPV như trên hình sau. Lưu ý là đường NPV càng dốc chứng tỏ độ nhạy cảm của NPV đối với biến số đang xem xét càng lớn.

**Hình 4.2. Phân tích tính nhạy cảm đối với số lượng bán**



Phân tích tính nhạy cảm chỉ rõ yếu tố có rủi ro dự tính cần quan tâm nhất. Ví dụ trên chỉ ra rằng, rủi ro dự tính đối với yếu tố số lượng hàng bán là cao và cần quan tâm hơn cả.

#### **4.4.2.4. Phân tích tình huống mô phỏng**

Phân tích tình huống và phân tích nhạy cảm là phương pháp được sử dụng phổ biến trong phân tích dự án. Trong phân tích tình huống, người ta thay đổi hàng loạt các yếu tố cùng chiều với những thay đổi nhỏ. Song phân tích nhạy cảm chỉ thay đổi một yếu tố, nhưng là sự thay đổi với giá trị lớn hơn. Kết hợp cả hai phương pháp phân tích trên, ta có phương pháp phân tích tình huống mô phỏng (Simulation Analysis).

Nếu thay đổi tất cả các yếu tố cùng lúc, khối lượng tình huống cần tính toán sẽ rất lớn, do đó cần có hỗ trợ của máy tính. Với ví dụ trên, nếu lấy khoảng giá trị số hàng bán ra từ 5.500 đến 6.500, trong khoảng đó, mọi giá trị đều có xác suất xảy ra là như nhau. Chúng ta chọn ngẫu nhiên một giá trị, sau đó ngẫu nhiên chọn giá bán đơn vị, chọn chi phí biến đổi đơn vị ... trong khoảng phân tích. Một chương trình máy tính sẽ giúp nhà phân tích làm việc đó một cách dễ dàng. Việc tính toán này được lặp lại hàng ngàn lần với các kết hợp giá trị các yếu tố khác nhau. Trên cơ sở các NPV tính được, có thể sử dụng các công cụ thống kê để phân tích.

Trong thực tế, phân tích tình huống trên máy tính ít được sử dụng trong phân tích dự án.

#### **4.4.3. Phân tích hoà vốn**

Thông thường, khối lượng hàng bán là một biến số quan trọng trong phân tích dự án, do vậy, thường được phân tích nhiều hơn so với các biến số khác. Phân tích hoà vốn là một công cụ phổ biến được dùng để phân tích mối quan hệ giữa số lượng hàng bán và lợi nhuận.

Có nhiều chỉ tiêu hoà vốn khác nhau, ví dụ như thời gian hoà vốn hay chỉ tiêu hoà vốn kế toán. Phần này sẽ giới thiệu các chỉ tiêu hoà vốn hữu ích trong phân tích dự án.

##### **4.4.3.1. Chi phí cố định và chi phí biến đổi**

Việc phân chia chi phí thành chi phí biến đổi và chi phí cố định rất quan trọng trong phân tích hoà vốn. Chi phí được phân chia như sau:

*Chi phí biến đổi:* là loại chi phí thay đổi (giả định với cùng tỷ lệ) khi sản lượng thay đổi. Chi phí này bằng không khi sản lượng bằng không. Ví dụ như chi phí lao động trực tiếp và nguyên vật liệu trực tiếp. Trong các

phân tích, người ta giả định chi phí biến đổi đơn vị là một số không đổi trong quy mô hợp lý. Mối quan hệ giữa tổng chi phí biến đổi (VC), chi phí biến đổi đơn vị (V), sản lượng (Q) được thể hiện như sau:

$$VC = Q \times V$$

*Chi phí cố định* là loại chi phí không thay đổi trong kỳ sản xuất kinh doanh nhất định. Như vậy, loại chi phí này không phụ thuộc vào số lượng hàng hoá, dịch vụ sản xuất và bán ra trong kỳ. Ví dụ như tiền thuê tài sản, lương giám đốc doanh nghiệp.

*Tổng chi phí:* Tổng chi phí (TC) tại một mức sản lượng là tổng của chi phí biến đổi (VC) và chi phí cố định (FC). Như vậy:

$$TC = VC + FC$$

Chỉ tiêu hoà vốn được sử dụng phổ biến nhất là hoà vốn kế toán. Điểm hoà vốn kế toán đơn giản là mức doanh thu làm cho thu nhập bằng không.

Ví dụ: Doanh nghiệp bán đĩa CD với giá 5 đv/đĩa. Giá mua vào là 3 đv/đĩa. Chi phí cố định hàng năm là 600 đv, khấu hao là 300 đv. Doanh nghiệp cần phải bán được bao nhiêu đĩa để hoà vốn, có nghĩa là thu nhập bằng 0.

Mỗi một đĩa bán, ta có  $5 \text{ đv} - 3 \text{ đv} = 2 \text{ đv}$  dùng để trang trải chi phí cố định và khấu hao (2 đv chênh lệch giữa lãi doanh thu và chi phí biến đổi đơn vị gọi là lãi gộp). Doanh nghiệp cần trang trải  $600 \text{ đv} + 300 \text{ đv} = 900 \text{ đv}$ , do vậy phải bán được  $900/2 = 450$  đĩa để đạt được hoà vốn. Tại mức hoà vốn này ta có:

Doanh thu:  $(450 \text{ đv} \times 5) = 2.250 \text{ đv}$

Chi phí biến đổi:  $(450 \text{ đv} \times 3) = 1.350 \text{ đv}$

Chi phí cố định: 600 đv

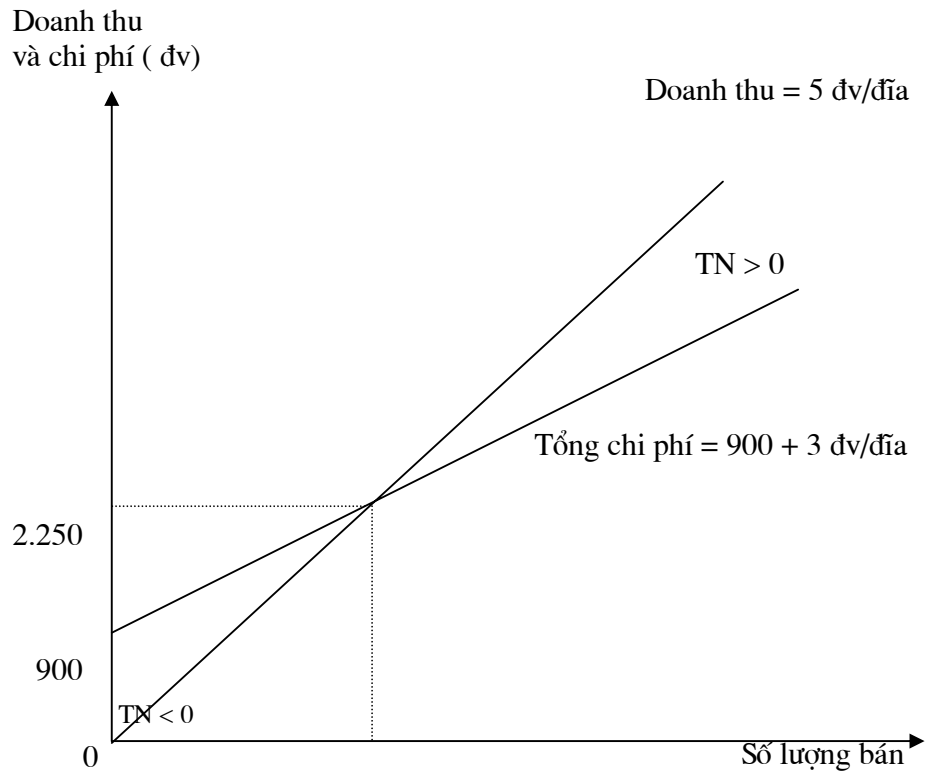
Khấu hao: 300 đv

Thuế thu nhập doanh nghiệp (34%): 0 đv

Thu nhập ròng: 0 đv

Có thể mô tả tính toán trên bằng đồ thị như sau:

Hình 4.3. Hoà vốn kế toán



Biểu diễn điểm hoà vốn kế toán:

Gọi:

P là giá bán đơn vị; v là chi phí biến đổi đơn vị; Q là sản lượng bán; S là tổng doanh thu ( $S = P \times Q$ ); VC là tổng chi phí biến đổi ( $VC = V \times Q$ ); FC là tổng chi phí cố định; D là khấu hao; T là thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp. Thu nhập ròng của doanh nghiệp được tính như sau:

$$\begin{aligned} \text{TNR} &= (\text{Doanh thu} - \text{Chi phí biến đổi} - \text{Chi phí cố định} - \text{Khấu hao}) \\ &\times (1-T) \\ &= (S - VC - FC - D) \times (1 - T). \end{aligned}$$

Tại điểm hoà vốn, thu nhập ròng bằng 0, ta có:

$$\text{TNR} = 0 = (S - VC - FC - D) \times (1 - T)$$

Chia cả 2 vế cho  $(1 - T)$  ta được:

$$(S - VC - FC - D) = 0, \text{ hay: } (S - VC) = (FC + D)$$

Thay  $S = P \times Q$  và  $VC = V \times Q$  ta được:

$$(P \times Q - V \times Q) = (FC + D)$$

$$Q = (FC + D)/(P - V)$$

Kết quả vừa tìm được là công thức tính sản lượng hoà vốn kế toán.

#### **4.5. Đầu tư chứng khoán**

Trong hoạt động sản xuất - kinh doanh, ngoài đầu tư vào các tài sản thực như tài sản cố định và tài sản lưu động, doanh nghiệp còn đầu tư vào các tài sản tài chính như mua cổ phiếu, trái phiếu, đầu tư liên doanh liên kết, cho vay v.v... Thu nhập từ hoạt động tài chính có tỷ trọng ngày càng tăng trong tổng thu nhập của doanh nghiệp.

*Đầu tư chứng khoán là một loại hình đầu tư tài chính.* Trong hoạt động này, doanh nghiệp mua các chứng khoán theo một danh mục đầu tư rất đa dạng, bao gồm cả các công cụ trên thị trường tiền và các công cụ trên thị trường vốn. Việc đầu tư các tài sản trên thị trường tiền, như tín phiếu và các công cụ khác, có ý nghĩa chủ yếu là để đáp ứng nhu cầu thanh toán, nhu cầu dự phòng và nhu cầu tích trữ của doanh nghiệp và đã được đề cập trong phần quản lý tài sản lưu động, mục các chứng khoán dễ bán. Phần này đề cập tới hoạt động đầu tư vào các chứng khoán trên thị trường vốn như trái phiếu, cổ phiếu.

##### **4.5.1. Đặc điểm của đầu tư chứng khoán**

Khác với hoạt động đầu tư vào các tài sản thực, hoạt động đầu tư chứng khoán là hoạt động đầu tư tài chính. Tài sản đầu tư trong trường hợp này là các chứng khoán hay các giấy tờ có giá. Giá trị của các giấy tờ này phụ thuộc vào giá trị kinh tế cơ bản của các quyền được bao hàm trong mỗi loại chứng khoán, hay phụ thuộc vào năng lực tài chính của nhà phát hành. Đồng thời, giá chứng khoán phụ thuộc vào quan hệ cung cầu chứng khoán trên thị trường. Đầu tư chứng khoán giúp doanh nghiệp có thể thu được lợi nhuận từ phần lợi tức được chia và phần tăng giá chứng khoán trên thị trường. Mặt khác, doanh nghiệp có thể được hưởng quyền quản lý, quyền kiểm soát doanh nghiệp khác từ cổ phiếu.

Các chứng khoán là các tài sản sinh lời có tính thanh khoản cao, có rủi ro lớn. Với giá trị nhỏ của các chứng khoán và sự đa dạng của các loại chứng khoán trên thị trường, danh mục đầu tư chứng khoán của doanh nghiệp dễ dàng được thiết kế theo các mức độ rủi ro khác nhau và dễ dàng thay đổi.

Do đặc điểm của tài sản đầu tư, hoạt động đầu tư chứng khoán là hoạt động phức tạp, đòi hỏi các nhà quản lý phải có trình độ chuyên môn cao, am hiểu về thị trường, đồng thời, đòi hỏi phải có thị trường chứng khoán phát triển, tạo ra sự sẵn có của các công cụ đầu tư có tính thanh khoản cao. Mặt khác, hệ thống pháp luật cần được hoàn thiện nhằm bảo vệ quyền lợi của các nhà đầu tư.

#### **4.5.2. Vai trò của hoạt động đầu tư chứng khoán**

Đầu tư chứng khoán có vai trò quan trọng đối với hoạt động của doanh nghiệp. *Thứ nhất*, danh mục đầu tư này làm tăng và góp phần ổn định thu nhập của doanh nghiệp. *Thứ hai*, tạo ra sự đa dạng trong hoạt động đầu tư, bao gồm đa dạng hoá về lĩnh vực kinh doanh, đa dạng hoá về phương diện địa lý. Chính sự đa dạng hoá này tạo cơ sở cân bằng về rủi ro trong danh mục tài sản của doanh nghiệp và tăng tính thanh khoản cho các tài sản, trên cơ sở đó, tạo sự mềm dẻo trong việc quản lý tài sản của doanh nghiệp. *Thứ ba*, các chứng khoán có thể được sử dụng như là các tài sản thế chấp cho các khoản vay ngân hàng. *Thứ tư*, kinh doanh chứng khoán giúp cho các doanh nghiệp có thể tận dụng được lợi thế từ chính sách thuế. *Thứ năm*, các chứng khoán có thể được mua và bán nhanh chóng, do đó, có thể là nguồn dự trữ thứ cấp cho khả năng thanh toán của doanh nghiệp và giúp cho doanh nghiệp có thể dễ dàng tái cấu trúc lại tài sản. Ngày nay, các doanh nghiệp có thể dễ dàng phát triển hoạt động sang các lĩnh vực mới, các khu vực kinh doanh mới thông qua quá trình thu tóm và sáp nhập doanh nghiệp.

Hoạt động đầu tư chứng khoán thường được các nhà quản lý hoạch định thành chính sách đầu tư chứng khoán cụ thể. Chính sách này phải làm rõ mục tiêu của đầu tư là để phát triển lĩnh vực kinh doanh mới, để thu tóm và sáp nhập doanh nghiệp khác, hay để đa dạng hoá đầu tư. Chính sách cũng cần hoạch định cụ thể loại chứng khoán được lựa chọn với mức độ rủi ro có thể chấp nhận đối với doanh nghiệp, khả năng trao đổi các chứng khoán trên thị trường, v.v...

#### **4.5.3. Phân loại đầu tư chứng khoán**

Tuỳ theo mục đích quản lý, hoạt động đầu tư chứng khoán của doanh nghiệp có thể được phân loại theo nhiều cách khác nhau. *Nếu căn cứ vào loại công cụ đầu tư*, có thể phân loại đầu tư chứng khoán của doanh nghiệp thành đầu tư trái phiếu Chính phủ, đầu tư trái phiếu doanh nghiệp và đầu tư cổ phiếu của doanh nghiệp khác. Việc phân loại này có thể giúp các nhà quản lý xây dựng danh mục đầu tư với mức độ rủi ro phù hợp, trên cơ sở đó, dễ dàng thay đổi kết cấu danh mục đầu tư.

*Nếu phân loại theo mục đích đầu tư*, có thể phân loại đầu tư chứng khoán thành đầu tư nhằm hưởng lợi tức và đầu tư nhằm nắm quyền quản lý, kiểm soát. Trong hoạt động đầu tư nhằm hưởng lợi tức, doanh nghiệp có thể mua trái phiếu chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp và cổ phiếu do doanh nghiệp khác phát hành. Khi doanh nghiệp đầu tư chứng khoán với mục đích nắm quyền kiểm soát, doanh nghiệp có thể vừa đa dạng hoá tài sản, vừa phát triển lĩnh vực kinh doanh mới thông qua thôn tính và sáp nhập. Việc phân loại này giúp cho các nhà quản lý có thể kiểm soát được hoạt động đầu tư theo các mục đích đã được xác định.

#### **4.5.4. Phân tích, ra quyết định đầu tư chứng khoán**

Phân tích chứng khoán là hoạt động quan trọng nhằm trợ giúp cho việc ra quyết định đầu tư. Việc phân tích tuỳ theo mục đích đầu tư chứng khoán. Trong hoạt động đầu tư chứng khoán nhằm hưởng lợi tức, doanh nghiệp hoạt động như là nhà đầu tư chứng khoán, do đó các phương pháp phân tích chủ yếu được sử dụng là phương pháp *Phân tích cơ bản (Phân tích tài chính)* và *Phân tích kỹ thuật*. Phân tích cơ bản giúp cho doanh nghiệp có thể lựa chọn được kết cấu danh mục đầu tư phù hợp. Phương pháp phân tích kỹ thuật giúp cho các nhà quản lý có thể lựa chọn được thời điểm và chiến lược mua bán chứng khoán tuỳ theo diễn biến của thị trường. Các phương pháp phân tích này được đề cập trong môn học “Thị trường chứng khoán”.

Với mục đích nắm quyền quản lý, kiểm soát, việc phân tích được thực hiện chi tiết hơn đối với một doanh nghiệp được dự định thôn tính, sáp nhập, do đó chủ yếu sử dụng phương pháp phân tích tài chính. Trường hợp này gần giống với phương pháp lựa chọn dự án đầu tư thông thường. Các phân tích cần chỉ rõ: thực trạng của doanh nghiệp thôn tính, sáp nhập và doanh nghiệp

bị thôn tính, sáp nhập ở thời điểm hiện tại; dự báo các khả năng thay đổi trong tương lai đối với doanh nghiệp. Trên cơ sở các phân tích đó, lượng hoá thành các luồng tiền và đánh giá mức độ rủi ro của các luồng tiền đó. Các phương pháp lựa chọn được áp dụng là các phương pháp NPV; PI; IRR; v.v...

### **CÂU HỎI ÔN TẬP**

1. Các nhân tố ảnh hưởng tới đầu tư dài hạn của doanh nghiệp.
2. Khái niệm dự án đầu tư và đặc điểm của dự án đầu tư của doanh nghiệp?
3. Các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả tài chính dự án đầu tư của doanh nghiệp?
4. Đánh giá hiệu quả tài chính dự án đầu tư trên giác độ nhà doanh nghiệp và nhà ngân hàng?
5. Giá trị thời gian của tiền trong đánh giá dự án đầu tư?
6. Nhận xét thực tế đánh giá hiệu quả tài chính dự án đầu tư ở Việt Nam hiện nay?
7. Nhận xét các phương thức đấu thầu ở Việt Nam hiện nay?
8. Phân tích các điều kiện để nâng cao chất lượng thẩm định tài chính dự án đầu tư ở Việt Nam hiện nay?
9. Một dự án đầu tư có NPV cao thì có IRR cao. Hãy bình luận.
10. Phương pháp xác định luồng tiền của dự án?
11. Hai dự án A & B có tổng vốn đầu tư như nhau. NPV của A > NPV của B; IRR của A < IRR của B. Nhà đầu tư chỉ có thể lựa chọn một trong hai dự án. Hãy lựa chọn.



## CHƯƠNG 5

# DOANH LỢI, RỦI RO TRONG HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ

### 5.1. Khái quát chung về doanh lợi và rủi ro

#### 5.1.1. Doanh lợi tuyệt đối và doanh lợi tương đối

Thu nhập của khoản đầu tư vào một tài sản được cấu thành bởi hai bộ phận: Thứ nhất là thu nhập do chính bản thân tài sản đó mang lại và thứ hai là lỗ hoặc lãi do giảm hoặc tăng giá của tài sản đầu tư (còn được gọi là lỗ hoặc lãi về vốn).

$$\text{Doanh lợi} = \text{Thu nhập từ tài sản} + \text{lãi (hoặc lỗ) về vốn} \quad (6.1)$$

Để minh họa rõ hơn, chúng ta hãy nghiên cứu ví dụ sau:

#### Ví dụ 1

Đầu năm giá một cổ phiếu của doanh nghiệp A là 37 đơn vị tiền tệ (đv), nếu mua 100 cổ phiếu, ta phải chi một khoản là 3700 đv. Giả sử rằng: Sau 1 năm doanh nghiệp A sẽ trả lãi cổ phần là 1,85 đv cho 1 cổ phần. Vậy ta sẽ nhận được:

$$\text{Thu nhập từ cổ phần} = 1,85 \text{ đv} \times 100 = 185 \text{ đv}$$

Lại giả sử tiếp rằng vào cuối năm giá mỗi cổ phiếu tăng lên là 40,33 đv, vậy ta có lãi về vốn:

$$\text{Lãi về vốn} = (40,33 \text{ đv} - 37 \text{ đv}) \times 100 = 333 \text{ đv}$$

Trong trường hợp giá của mỗi cổ phiếu giảm xuống 34,78 đv ta sẽ bị lỗ về vốn:

$$\text{Lỗ về vốn} = (34,78 \text{ đv} - 37 \text{ đv}) \times 100 = - 222 \text{ đv}$$

Tổng số doanh lợi trong trường hợp có lãi về vốn:

$$\text{Tổng doanh lợi} = 185 \text{ đv} + 333 \text{ đv} = 518 \text{ đv}$$

Tổng số doanh lợi trong trường hợp có lỗ về vốn:

$$\text{Tổng doanh lợi} = 185 \text{ đv} - 222 = - 37 \text{ đv}$$

Giả định rằng một người có một số cổ phần của doanh nghiệp A và không bán cổ phiếu vào cuối năm, liệu anh ta có nghĩ rằng có một khoản thu nhập về vốn trong tổng số doanh lợi hay không? Tất nhiên câu trả lời là có, bởi vì trên thị trường đã khẳng định sự tăng giá cổ phiếu mà anh ta đang có, nếu anh ta muốn có tiền mặt thì có thể bán cổ phiếu một cách dễ dàng. Anh ta quyết định không bán là vì cho rằng việc tiếp tục đầu tư vào doanh nghiệp A là sự lựa chọn tối ưu.

Trên đây trình bày về doanh lợi tính bằng số tuyệt đối. Tuy nhiên, trên thực tế, người ta hay sử dụng thông tin về doanh lợi dưới dạng số tương đối và gọi nó là doanh lợi tương đối. Việc sử dụng doanh lợi tương đối rất thuận tiện vì nó không phụ thuộc vào lượng đầu tư thực tế của nhà đầu tư. Thực chất chúng ta chỉ muốn trả lời một câu hỏi sẽ nhận được bao nhiêu lãi từ một đơn vị vốn đầu tư.

*Công thức tính doanh lợi tương đối:*

$$\text{Doanh lợi tương đối} = \frac{\text{Lãi cổ phần cuối kỳ} + \text{Mức thay đổi giá cổ phiếu cuối kỳ}}{\text{Giá cổ phiếu đầu kỳ}}$$

*Theo ví dụ 1, doanh lợi tương đối được xác định như sau:*

$$\text{Doanh lợi tương đối} = \frac{1,85 + 3,33}{37} = 0,14 = 14\%$$

Do sự thuận tiện của doanh lợi tương đối, từ nay về sau khi nói thuật ngữ doanh lợi thì có nghĩa là doanh lợi tương đối.

#### **5.1.2. Doanh lợi thực tế và doanh lợi danh nghĩa**

Doanh lợi được tính toán theo cách ở trên được gọi là doanh lợi danh nghĩa. Sở dĩ gọi đó là doanh lợi danh nghĩa là vì kết quả đó chưa được điều chỉnh theo lạm phát. Cũng với kết quả trên, nếu điều chỉnh nó theo tốc độ lạm phát thì sẽ có doanh lợi thực tế.

Lạm phát tác động đến doanh lợi thực tế như thế nào? Giả sử đầu năm giá 1kg nhôm là 5 đv. Với 100 đv vào đầu năm ta có thể mua được 20 kg nhôm. Đến cuối năm do lạm phát là 5% nên giá nhôm tăng lên 5%, nghĩa

là giá 1kg nhôm vào cuối năm sẽ là  $5\text{đv} + (5\text{đv} \times 0,05) = 5,25\text{đv}$ . Nếu đầu năm bỏ ra 100 đv để mua cổ phiếu, cuối năm bán cổ phiếu và thu được tổng số tiền là 115,5 đv. Giả sử vào thời gian đó dùng tiền thu được để mua nhôm sẽ mua được:  $115,5 / 5,25 = 22\text{ kg}$  nhôm. Nếu đo doanh lợi bằng lượng nhôm mua được thì doanh lợi tuyệt đối sẽ là:  $(115,5/5,25) - 20 = 2\text{ kg}$  nhôm. Doanh lợi tương đối sẽ là:  $2/20 = 0,1 = 10\%$ . Như vậy, doanh lợi danh nghĩa ở đây là 15,5% nhưng trên thực tế sức mua chỉ tăng 10%, nói khác đi chúng ta chỉ thực sự giàu có hơn trước 10%, nghĩa là doanh lợi thực tế bằng 10%. Với chỉ số lạm phát là 5%, mỗi đv trong tổng thu nhập danh nghĩa (115,5 đv) sẽ giảm 5% trong giá trị thực tế của nó. Vì vậy giá trị thực tế trong khoản đầu tư của ta được xác định như sau:  $115,5/1,05 = 110\text{ đv}$  (doanh lợi thực tế tuyệt đối là 10 đv và doanh lợi thực tế tương đối là 10%)

Nếu ta gọi  $R$  là doanh lợi danh nghĩa,  $r$  là doanh lợi thực tế,  $h$  là tỷ lệ lạm phát thì ta có thể thấy mối quan hệ giữa doanh lợi danh nghĩa, doanh lợi thực tế và tỷ lệ lạm phát qua công thức sau đây:

$$(1+R) = (1+r)(1+h) \quad (6.3)$$

Suy ra:

$$r = \frac{1+R}{1+h} - 1 \quad (6.4)$$

$$R = r + h + rh \quad (6.5)$$

Công thức trên chỉ ra rằng: doanh lợi danh nghĩa có ba bộ phận hợp thành. Bộ phận thứ nhất là doanh lợi thực tế ( $r$ ), bộ phận thứ hai chính là sự đền bù việc giảm giá trị của khoản tiền đầu tư ban đầu do lạm phát ( $h$ ), bộ phận cuối cùng là sự đền bù về việc giảm giá trị của doanh lợi do lạm phát ( $rh$ ).

Thành phần thứ ba thường rất nhỏ, vì vậy, trên thực tế khi tính toán người ta thường bỏ đi. Như vậy, công thức tính doanh lợi danh nghĩa trên thực tế như sau:

$$R = r + h \quad (6.6)$$

### 5.1.3. Doanh lợi bình quân

Trên thị trường vốn người ta có thể đầu tư vào nhiều loại tài sản khác nhau như: cổ phiếu thường, trái phiếu doanh nghiệp dài hạn, trái phiếu dài

## **Chương 5: Doanh lợi, rủi ro trong hoạt động đầu tư**

hạn của Chính phủ, thương phiếu v.v... Mỗi loại đầu tư này mang lại mức doanh lợi khác nhau theo từng thời kỳ nhất định. Để thấy được mức doanh lợi của mỗi loại đầu tư cho từng năm, người ta cần thu thập doanh lợi thực tế của mỗi loại và tính doanh lợi bình quân cho từng loại ở mỗi năm cụ thể.

### **Ví dụ 2**

Năm N, ở một nước nào đó có 10 loại cổ phiếu thường của 10 doanh nghiệp khác nhau. Cuối năm N doanh lợi của các cổ phiếu này như sau: 0,1 0,12 0,08 0,20 0,25 0,01 0,04 0,50 0,20 0,25

Doanh lợi bình quân của cổ phiếu thường năm N của nước đang xem xét là:

$$\frac{0,1 + 0,12 + 0,08 + 0,20 + 0,25 + 0,01 + 0,04 + 0,50 + 0,20 + 0,25}{10} = 0,175$$

Tương tự như vậy ta có thể tính doanh lợi bình quân cho các loại đầu tư khác. Dựa trên cơ sở của doanh lợi bình quân hàng năm đã thu thập được, ta có thể xác định doanh lợi bình quân cho một thời kỳ dài như : 5 năm, 10 năm, 100 năm ...

Chẳng hạn, nếu ta thu thập được doanh lợi bình quân hàng năm của cổ phiếu thường từ năm 1981 đến 1990, ta cộng doanh lợi bình quân của các năm đó rồi chia cho 10. Kết quả sẽ cho ta doanh lợi bình quân của cổ phiếu thường cho suốt thời kỳ 1981-1990.

### **5.1.4. Rủi ro và mức bù đắp rủi ro**

Có nhiều loại chứng khoán trên thị trường vốn, tại sao người ta không chỉ chọn những loại có doanh lợi cao nhất để đầu tư ? Nguyên nhân dẫn đến những quyết định đầu tư khác nhau là vì các loại đầu tư này có độ rủi ro khác nhau.

Thông thường, các chính phủ tiến hành vay nợ bằng cách phát hành chứng khoán. Những chứng khoán này thể hiện dưới nhiều hình thức khác nhau. Trong số các chứng khoán của chính phủ thì tín phiếu thường có thời hạn ngắn nhất và lãi suất cũng thường thấp nhất. Tại sao tín phiếu có lãi suất thấp nhất ? Câu trả lời sẽ là: vì có độ rủi ro thấp nhất và trên thực tế người ta coi tín phiếu là tài sản không có rủi ro, hay nói khác đi đây là tài sản có độ

rủi ro bằng 0. Có nhiều người mong muốn việc đầu tư của họ phải có độ tin cậy cao nhất nên họ rất thích mua tín phiếu ngắn hạn. Tuy nhiên, cũng có những người thích mạo hiểm với hy vọng sẽ đạt được doanh lợi cao hơn.

Ngược lại với tín phiếu, cổ phiếu thường là loại tài sản có độ rủi ro cao nhất. Doanh lợi của cổ phiếu thường hoàn toàn phụ thuộc vào kết quả kinh doanh của doanh nghiệp, mà kết quả kinh doanh lại là hàm số của rất nhiều biến số.

Theo số liệu thống kê, doanh lợi bình quân hàng năm cho thời kỳ 1926 - 1988 của một số tài sản trên thị trường vốn của Mỹ được thể hiện qua bảng sau:

Các loại đầu tư	Doanh lợi bình quân
Cổ phiếu thường	12,1%
Trái phiếu doanh nghiệp dài hạn	5,3%
Trái phiếu Chính phủ dài hạn	4,7%
Tín phiếu	3,6%

Thông thường, rủi ro càng cao thì doanh lợi kỳ vọng càng lớn. Nếu ta coi tín phiếu có độ rủi ro bằng 0 thì trái phiếu Chính phủ dài hạn, trái phiếu doanh nghiệp dài hạn, cổ phiếu thường là những tài sản có rủi ro ở những mức độ khác nhau. *Sự chênh lệch giữa doanh lợi bình quân của các tài sản rủi ro so với doanh lợi của tài sản không có rủi ro được gọi là mức bù đắp rủi ro.*

Theo bảng trên, ta có thể tính mức bù đắp rủi ro của các tài sản rủi ro như sau:

Các tài sản rủi ro	Mức bù đắp rủi ro
Cổ phiếu thường	8,5%
Trái phiếu doanh nghiệp dài hạn	1,7%
Trái phiếu chính phủ dài hạn	1,1%

#### **5.1.5. Phương sai và độ lệch tiêu chuẩn về số liệu thống kê theo thời gian của doanh lợi**

*Phương sai là tổng các bình phương trung bình của độ chênh lệch giữa doanh lợi thực tế và doanh lợi bình quân (ký hiệu là  $\sigma^2$ ). Phương sai càng lớn thì doanh lợi thực tế càng có xu hướng khác biệt nhiều hơn so với doanh*

### Chương 5: Doanh lợi, rủi ro trong hoạt động đầu tư

lợi bình quân. *Độ lệch tiêu chuẩn là căn bậc hai của phương sai (ký hiệu là  $\sigma$ ).* Trong chương này chúng ta sẽ tính toán phương sai và độ lệch tiêu chuẩn dựa trên số liệu lịch sử của doanh lợi. Vì vậy, việc tính toán sẽ giới thiệu sau đây chỉ đúng cho trường hợp tính toán phương sai dựa trên số liệu lịch sử. Trường hợp muốn xác định phương sai cho các khoản doanh lợi dự kiến trong tương lai thì cách xác định phương sai sẽ khác so với phương pháp xác định được giới thiệu trọng mục này. Để hiểu rõ cách xác định phương sai dựa trên số liệu lịch sử của doanh lợi hãy nghiên cứu ví dụ sau đây:

**Ví dụ 3:** Để tính toán phương sai và độ lệch tiêu chuẩn, giả sử rằng: có một khoản đầu tư đã tiến hành được bốn năm với doanh lợi thực tế của từng năm là: 0,10; 0,12; 0,03; -0,09. Doanh lợi bình quân sẽ là:  $(0,10 + 0,12 + 0,03 - 0,09) / 4 = 0,04$ . Chúng ta hãy xem xét bảng sau đây:

	(1) Doanh lợi thực tế	(2) Doanh lợi bình quân	(3) Chênh lệch (1)-(2)	(4) Bình phương chênh lệch
	0,10	0,04	0,06	0,0036
	0,12	0,04	0,08	0,0064
	0,03	0,04	-0,01	0,0001
	-0,09	0,04	-0,13	0,0169
	0,16		0,00	0,0270

Phương sai  $\text{Var}(R)$  được tính như sau:

$$\text{Var}(R) = \delta^2 = 0,027 / (4 - 1) = 0,009$$

Độ lệch tiêu chuẩn  $\text{SD}(R)$  được tính như sau:

$$\text{SD}(R) = \sigma = \sqrt{0,009} = 0,09487$$

Theo bảng trên ta thấy: tổng của chênh lệch luôn luôn bằng 0, điều này giúp chúng ta có thể kiểm tra việc tính toán một cách dễ dàng.

Nếu ta ký hiệu:  $T$  là số năm quan sát,  $R_i$  là doanh lợi thực tế của năm thứ  $i$ ,  $\bar{R}$  là doanh lợi bình quân hàng năm cho suốt thời kỳ xem xét. Ta sẽ có công thức tính phương sai như sau:

$$\text{Var}(R) = \frac{\sum (R_i - \bar{R})^2}{T - 1} \quad (6.7)$$

Trong đó:  $i = 1, 2, 3, \dots T$

$$SD(R) = \sqrt{Var(R)} \quad (6.8)$$

## **5.2. Doanh lợi, rủi ro và đường thị trường chứng khoán**

Phần trên chúng ta đã trình bày về doanh lợi, doanh lợi bình quân, cách tính phương sai và độ lệch tiêu chuẩn của doanh lợi. Trong phần này sẽ tập trung nghiên cứu làm thế nào để phân tích doanh lợi và phương sai khi có được thông tin liên quan đến doanh lợi dự kiến và xác suất để đạt được doanh lợi dự kiến đó.

### **5.2.1. Doanh lợi dự kiến.**

Giả sử: xem xét hai cổ phần L và U cho thời kỳ là một năm. Dự kiến doanh lợi của cổ phần L cho năm tới là: 25%, dự kiến doanh lợi của cổ phần U cho cùng thời kỳ là: 20%.

Khi các nhà đầu tư đều đồng ý về doanh lợi dự kiến cho hai loại cổ phần trên thì tại sao vẫn có người muốn chọn cổ phần U? Rõ ràng là khi lựa chọn đầu tư vào đâu, các nhà đầu tư có tính đến mức độ rủi ro của nó.

Trong nền kinh tế thị trường, người ta thường quan tâm tới hai tình trạng kinh tế đối lập nhau, đó là: nền kinh tế ở trạng thái hưng thịnh và nền kinh tế suy thoái. Trong năm tới có thể nền kinh tế ở trạng thái hưng thịnh trong suốt cả năm, cũng có thể bị suy thoái trong suốt cả năm hoặc cũng có thể một phần của năm sẽ là hưng thịnh và phần còn lại của năm sẽ là suy thoái. Tóm lại, các tình trạng khác nhau của nền kinh tế được xem như là những đại lượng ngẫu nhiên.

#### Ví dụ 4

Người ta dự kiến rằng: ở tình trạng kinh tế hưng thịnh, cổ phần L sẽ có doanh lợi là: 70%, và cổ phần U sẽ có doanh lợi là: 10%. Nếu nền kinh tế ở tình trạng suy thoái, cổ phần L sẽ có doanh lợi là: -20% và cổ phần U sẽ có doanh lợi là: 30%. Giả sử xác suất cho mỗi tình trạng kinh tế kể trên đều là: 0,5. Chúng ta có thể tổng kết bằng bảng sau đây:

Tình trạng của nền kinh tế	Xác suất xảy ra cho mỗi tình trạng kinh tế	Doanh lợi dự kiến (%) cho từng tình trạng kinh tế	
		Cổ phần L	Cổ phần U
Suy thoái	0,5	- 20	30
Hưng thịnh	0,5	70	10
	<u>1,0</u>		

Nếu ta mua cổ phần U, một nửa thời gian sẽ cho ta doanh lợi là: 30% và nửa thời gian còn lại sẽ cho ta doanh lợi là: 10%. Như vậy, doanh lợi dự kiến cho cổ phần U ký hiệu là  $E(R_U)$  sẽ là:

$$E(R_U) = 0,50 \times 30\% + 0,50 \times 10\% = 20\%$$

Nói một cách khác, chúng ta chờ đợi một khoản doanh lợi bình quân là 20% cho suốt thời kỳ xem xét.

Tương tự, doanh lợi dự kiến bình quân cho cổ phần L ký hiệu là:  $E(R_L)$  sẽ được tính như sau:

$$E(R_L) = 0,50 \times -20\% + 0,50 \times 70\% = 25\%$$

Đến đây có thể biết rõ: vì sao cổ phần L có thu nhập dự kiến cao hơn so với cổ phần U mà vẫn có người thích mua cổ phần U ? Cổ phần L mặc dù có doanh lợi dự kiến cao hơn nhưng độ rủi ro cao hơn. Nếu như sự suy thoái kinh tế xảy ra và kéo dài trong suốt thời kỳ thì cổ phần L bị lỗ 20% , trong khi đó, dù nền kinh tế ở tình trạng nào đi nữa thì cổ phần U vẫn có lãi.

Trong phần trước đã định nghĩa mức bù đắp rủi ro là phần chênh lệch giữa doanh lợi của tài sản rủi ro và doanh lợi của tài sản không có rủi ro. Người ta có thể áp dụng định nghĩa này để tính toán mức bù đắp rủi ro dự kiến như là sự chênh lệch giữa doanh lợi dự kiến của khoản đầu tư có rủi ro và doanh lợi chắc chắn của khoản đầu tư không có rủi ro.

#### Ví dụ 5

Doanh lợi của khoản đầu tư không có rủi ro là: 8%; ta gọi 8% là tỷ suất không có rủi ro và ký hiệu là:  $R_f$  . Ta có thể viết công thức tính mức bù đắp rủi ro dự kiến như sau:



Mức bù đắp rủi ro dự kiến = Doanh lợi dự kiến - Tỷ suất không có rủi ro

$$= E(R) - R_f \quad (6.9)$$

Sử dụng công thức này, có thể tính mức bù đắp rủi ro dự kiến cho cổ phần L và cổ phần U

$$\text{Mức bù đắp rủi ro dự kiến cho cổ phần U} = E(R_U) - R_f = 20\% - 8\% = 12\%$$

$$\text{Mức bù đắp rủi ro dự kiến cho cổ phần L} = E(R_L) - R_f = 25\% - 8\% = 17\%$$

Việc tính toán doanh lợi dự kiến cho cổ phần U và cổ phần L trong trường hợp xác suất xảy ra cho từng tình trạng kinh tế là bằng nhau được tổng kết ở bảng sau đây:

		<b>Cổ phần L</b>		<b>Cổ phần U</b>	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Tình trạng kinh tế	Xác suất xảy ra của mỗi tình trạng kinh tế	Doanh lợi dự kiến cho từng tình trạng kinh tế	Tích số (2) x (3)	Doanh lợi dự kiến cho từng tình trạng kinh tế	Tích số (2) x (5)
Suy thoái	0,50	- 0,20	- 0,10	0,30	0,15
Hưng thịnh	0,50	0,70	0,35	0,10	0,05
	1,00		$E(R_L)=25\%$		$E(R_U)=20\%$

Hãy nghiên cứu một ví dụ khác để hiểu rõ hơn về cách tính doanh lợi dự kiến.

#### *Ví dụ 6*

Giả sử người ta tính toán được rằng: xác suất để xảy ra tình trạng kinh tế hưng thịnh sẽ kéo dài 20% thời gian xem xét. Hãy xác định doanh lợi dự kiến cho cổ phần U và cổ phần L.. Nếu tỷ lệ không có rủi ro là: 10%, hãy tính mức bù đắp rủi ro dự kiến cho từng cổ phần.

### **Chương 5: Doanh lợi, rủi ro trong hoạt động đầu tư**

Việc tính toán thể hiện ở bảng sau đây:

(1) Tình trạng kinh tế	(2) Xác suất xảy ra của mỗi tình trạng kinh tế	Cổ phần L		Cổ phần U	
		(3) Doanh lợi dự kiến cho từng tình trạng kinh tế	(4) Tích số (2) x (3)	(5) Doanh lợi dự kiến cho từng tình trạng kinh tế	(6) Tích số (2) x (5)
Suy thoái	0,8	- 0,20	- 0,16	0,30	0,24
Hưng thịnh	0,2	0,70	0,14	0,10	0,02
	1,0		$E(R_L) = -2\%$		$E(R_U) = 26\%$

Vì chỉ có hai khả năng có thể xảy ra là: hưng thịnh và suy thoái. Do vậy, khi biết xác suất xảy ra của tình trạng hưng thịnh là 0,2 thì ta có thể tính được xác suất xảy ra tình trạng suy thoái là:  $(1 - 0,2 = 0,8)$ .

**Mức bù đắp rủi ro của cổ phần U = 26% - 10% = 16%**

**Mức bù đắp rủi ro của cổ phần L = -2% - 10% = -12%**

#### **5.2.2. Tính toán phương sai của doanh lợi dự kiến**

Để tính toán phương sai của doanh lợi dự kiến cho các khoản đầu tư khác nhau, trước hết ta cần phải xác định các chênh lệch bình phương giữa doanh lợi dự kiến cho từng khoản đầu tư ở mỗi tình trạng kinh tế và doanh lợi dự kiến bình quân. Sau đó ta nhân từng kết quả chênh lệch bình phương đó với xác suất tương ứng của nó. Tổng của các tích số sẽ là phương sai của doanh lợi dự kiến cho khoản đầu tư mà ta đang xem xét. Độ lệch tiêu chuẩn được tính bằng căn bậc hai của phương sai.

##### Ví dụ 7

Để minh họa rõ hơn điều vừa nói ở trên, ta tiếp tục lấy cổ phần L và cổ phần U làm ví dụ. Trong trường hợp xác suất xảy ra tình trạng hưng thịnh và suy thoái đều là 0,5. Phương sai của cổ phần U và cổ phần L sẽ là bao nhiêu?

Ta biết,  $E(R_U) = 20\%$  và  $E(R_L) = 25\%$ . Việc tính toán phương sai của hai cổ phần này thể hiện trong bảng sau:

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Tình trạng kinh tế	Xác suất xảy ra của mỗi tình trạng kinh tế	Chênh lệch về doanh lợi của mỗi tình trạng kinh tế so với doanh lợi bình quân dự kiến	Bình phương các chênh lệch	Tích số (2) x (4)
<b>Cổ phần L</b> Suy thoái Hưng thịnh	0,5 0,5	- 0,20 - 0,25 = - 0,45 0,70 - 0,25 = 0,45	$(-0,45)^2 = 0,2025$ $(0,45)^2 = 0,2025$	0,10125 0,10125 <hr/> $\sigma_L^2 = 0,2025$
<b>Cổ phần U</b> Suy thoái Hưng thịnh	0,5 0,5	0,30 - 0,20 = 0,10 0,10 - 0,20 = - 0,10	$(0,10)^2 = 0,01$ $(-0,10)^2 = 0,01$	0,005 0,005 <hr/> $\sigma_U^2 = 0,010$

Người thấy rằng: cổ phần L có thu nhập dự kiến bình quân cao hơn cổ phần U, nhưng cổ phần U có độ rủi ro thấp hơn cổ phần L. Nếu chọn cổ phần L có thể đạt được mức doanh lợi là 70% trong điều kiện của nền kinh tế hưng thịnh, tuy nhiên cũng có thể bị lỗ 20% trong điều kiện nền kinh tế lâm vào tình trạng suy thoái. Ngược lại, trong mọi điều kiện thì cổ phần U đều có doanh lợi ít nhất là 10%. Vậy nên mua cổ phần nào? Rất khó trả lời, việc mua cổ phần nào là do sở thích của người mua. Một số người thích đương đầu với rủi ro để hy vọng có được doanh lợi cao hơn nên họ thích mua cổ phần L. Một số người khác không thích liều lĩnh nên họ sẽ chọn mua cổ phần U.

### **5.2.3. Danh mục đầu tư**

*Danh mục đầu tư là một nhóm các tài sản như là cổ phiếu và trái phiếu do một người đầu tư nắm giữ.* Nói chung, các nhà đầu tư thường đầu tư vào nhiều nơi thể hiện bằng nhiều loại cổ phiếu và nhiều loại trái phiếu khác nhau. Trong phần trên đã nghiên cứu rủi ro và doanh lợi của từng tài sản riêng biệt. Trong phần này sẽ tập trung nghiên cứu doanh lợi dự kiến và phương sai của danh mục đầu tư.

#### **5.2.3.1. Trọng số của danh mục đầu tư**

*Có nhiều cách khác nhau để diễn tả một danh mục đầu tư, tuy nhiên, cách thuận tiện nhất là liệt kê danh sách của từng khoản đầu tư với giá trị của nó được tính theo tỷ lệ phần trăm so với tổng số tiền đầu tư của một*

## **Chương 5: Doanh lợi, rủi ro trong hoạt động đầu tư**

---

người đầu tư nào đó. Người ta gọi những tỷ lệ phần trăm này là những trọng số của danh mục đầu tư.

### **Ví dụ 8**

Tổng số tiền đầu tư của một người đầu tư nào đó là 200 đv, anh ta đầu tư vào một loại tài sản với số tiền là 50 đv, còn lại 150 đv anh ta đầu tư vào một tài sản khác. Vậy, trọng số danh mục đầu tư cho tài sản thứ nhất là:  $50/200 = 0,25$ . Trọng số danh mục đầu tư cho tài sản thứ hai là:  $150/200 = 0,75$ . Nếu danh mục đầu tư bao gồm một trăm loại tài sản khác nhau sẽ có một trăm trọng số cho danh mục đầu tư đó. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng: tổng của tất cả các trọng số của danh mục đầu tư bao giờ cũng bằng 1.

### **5.2.3.2. Doanh lợi dự kiến của danh mục đầu tư**

#### **Ví dụ 9**

Trở lại cổ phần U và cổ phần L, nếu dùng một nửa số tiền đầu tư vào cổ phần U và một nửa số tiền còn lại đầu tư vào cổ phần L, trong điều kiện xác suất xảy ra cho tình trạng kinh tế hưng thịnh và suy thoái là như nhau và bằng 0,5. Vậy, doanh lợi dự kiến cho danh mục đầu tư là bao nhiêu?

Giả sử, nền kinh tế lâm vào tình trạng suy thoái suốt thời kỳ xem xét, một nửa số tiền đầu tư vào cổ phần L sẽ bị lỗ 20%, một nửa số tiền còn lại đầu tư vào cổ phần U sẽ có lãi là 30%. Như vậy, doanh lợi của danh mục đầu tư (ký hiệu là  $R_p$ ) sẽ được tính như sau:

$$R_p = 0,5 \times (-20\%) + 0,5 \times 30\% = 5\%$$

Nếu nền kinh tế hoàn toàn hưng thịnh trong suốt thời gian xem xét, ta có:

$$R_p = 0,5 \times 70\% + 0,5 \times 10\% = 40\%$$

Nhưng xác suất xảy ra tình trạng kinh tế suy thoái và hưng thịnh là như nhau và bằng 0,5. Do đó, doanh lợi dự kiến cho danh mục đầu tư của ta (được ký hiệu là  $E(R_p)$ ) sẽ là:

$$E(R_p) = 0,5 \times 5\% + 0,5 \times 40\% = 22,5\%$$

Trong phần trước đã nghiên cứu cách tính doanh lợi dự kiến cho từng loại tài sản riêng biệt như là cho cổ phần U cho ta  $E(R_U)$  và cổ phần L cho ta  $E(R_L)$ . Để tính doanh lợi dự kiến cho danh mục đầu tư một cách nhanh chóng hơn và trực tiếp hơn, ta có thể lấy trọng số của từng loại tài sản riêng

biệt trong danh mục đầu tư nhân với doanh lợi dự kiến của tài sản đó. Cộng tất cả các tích số đó lại với nhau ta sẽ có doanh lợi dự kiến của danh mục đầu tư.

Ở ví dụ 4, ta đã tính được doanh lợi dự kiến của cổ phần U là:  $E(R_U) = 20\%$  và doanh lợi dự kiến của cổ phần L là:  $E(R_L) = 25\%$ , theo điều kiện nêu ra ở ví dụ 9, trọng số của cổ phần U và cổ phần L đều là 0,5. Ta tính được doanh lợi dự kiến cho danh mục đầu tư như sau:

$$\begin{aligned} E(R_p) &= 0,5 \times E(R_L) + 0,5 \times E(R_U) \\ &= 0,5 \times 25\% + 0,5 \times 20\% = 22,5\% \end{aligned}$$

Cách tính toán này không phụ thuộc vào việc có bao nhiêu loại tài sản trong danh mục đầu tư. Giả sử danh mục đầu tư của ta có  $n$  tài sản,  $x_i$  là trọng số của tài sản  $i$ . Vậy, công thức chung để tính doanh lợi dự kiến cho danh mục đầu tư sẽ được viết như sau:

$$E(R_p) = X_1 \times E(R_1) + X_2 \times E(R_2) + \dots + X_n \times E(R_n) = \sum X_i E(R_i) \quad (6.10)$$

Với  $i = 1, 2, 3, \dots, n$

### **5.2.3.3. Phương sai của danh mục đầu tư**

#### Ví dụ 10

Để trình bày một cách ngắn gọn, tiếp tục lấy cổ phần U và cổ phần L làm ví dụ. Trên đây, ta đã tính được rằng: nếu nền kinh tế hoàn toàn rơi vào tình trạng suy thoái trong suốt thời kỳ nghiên cứu thì doanh lợi dự kiến cho danh mục đầu tư là: 5%, nếu nền kinh tế hưng thịnh trong suốt thời kỳ nghiên cứu thì doanh lợi dự kiến cho danh mục đầu tư sẽ là: 40%. Trong điều kiện xác suất xảy ra cho cả hưng thịnh và suy thoái đều là 0,5 ta đã tính được  $E(R_p) = 0,225$ . Vậy, phương sai và độ lệch tiêu chuẩn của danh mục đầu tư là bao nhiêu?

### Chương 5: Doanh lợi, rủi ro trong hoạt động đầu tư

Việc tính toán phương sai và độ lệch tiêu chuẩn của danh mục đầu tư được tổng kết ở bảng sau:

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Tình trạng Kinh tế	Xác suất xảy ra của mỗi tình trạng kinh tế	Doanh lợi của danh mục đầu tư cho mỗi tình trạng kinh tế	Bình phương các chênh lệch giữa doanh lợi theo từng tình trạng kinh tế và doanh lợi dự kiến bình quân của danh mục đầu tư	Tích số (2) x (4)
Suy thoái	0,5	5%	$(0,05 - 0,225)^2 = 0,30625$	0,0153125
Hưng thịnh	0,5	40%	$(0,40 - 0,225)^2 = 0,30625$	0,0153125
				$\sigma_p^2 = 0,030625$
$\sigma_p = \sqrt{0,030625} = 17,5\%$				

#### Ví dụ 11

Giả sử thay đổi các trọng số của danh mục đầu tư. 2/11 số tiền dùng để đầu tư vào cổ phần L và số tiền còn lại 9/11 dùng để đầu tư vào cổ phần U. Trong điều kiện nền kinh tế suy thoái trong suốt thời kỳ nghiên cứu, doanh lợi dự kiến của danh mục đầu tư được xác định như sau:

$$R_p = (2/11) \times (-20\%) + (9/11) \times (30\%) = 20,91\%$$

Trong điều kiện nền kinh tế hưng thịnh suốt thời kỳ xem xét, doanh lợi dự kiến của danh mục đầu tư được xác định như sau:

$$R_p = (2/11) \times (70\%) + (9/11) \times (10\%) = 20,91\%$$

Như vậy, nếu bố trí danh mục đầu tư theo các trọng số như trên thì dù nền kinh tế ở trạng thái nào đi nữa, vẫn có doanh lợi dự kiến là 20,91%. Không cần phải tính toán, ta có thể thấy là: trong trường hợp này phương sai của danh mục đầu tư bằng 0. Điều này rất quan trọng cho việc bố trí một danh mục đầu tư sao cho có thể loại bỏ được một số rủi ro nhất định. Vấn đề này sẽ được bàn kỹ ở những phần sau.

#### 5.2.4. Rủi ro, doanh lợi có hệ thống và không có hệ thống

##### 5.2.4.1. Rủi ro có hệ thống và không có hệ thống

*Rủi ro có hệ thống là loại rủi ro tác động đến toàn bộ hoặc hầu hết các tài sản. Vì thế người ta còn gọi nó là rủi ro của thị trường.* Như đã thấy, sự bấp bênh của các điều kiện kinh tế chung như việc giảm GDP, tăng lãi

suất tiền vay, tăng tốc độ lạm phát...là những ví dụ cho rủi ro có hệ thống. Những điều kiện này tác động đến hầu hết các doanh nghiệp.

*Rủi ro không có hệ thống là loại rủi ro chỉ tác động đến một tài sản hoặc một nhóm nhỏ các tài sản, nghĩa là loại rủi ro này chỉ liên quan tới từng doanh nghiệp cụ thể nào đó. Vì thế người ta còn gọi là rủi ro đơn nhất hay rủi ro cho một tài sản cụ thể. Chẳng hạn, sự bãi công của công nhân thuộc doanh nghiệp A sẽ chỉ ảnh hưởng đến sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp A, đôi khi nó cũng có ảnh hưởng chút ít đến một vài doanh nghiệp khác đang có một số hợp đồng mua bán với doanh nghiệp này. Các doanh nghiệp không có liên quan tới doanh nghiệp A thì hoàn toàn không bị tác động.*

#### **5.2.4.2. Các thành phần doanh lợi có hệ thống và không có hệ thống**

Khi ta dự kiến doanh lợi cho một khoản đầu tư nào đó, có những khoản không dự kiến được. Trong quá trình thực hiện, doanh lợi có thể tăng lên hoặc giảm đi so với dự kiến. Nếu ta ký hiệu phần tăng lên hoặc giảm đi đó là  $U$ , ta có thể viết công thức tính doanh lợi như sau:

$$R = E(R) + U \quad (6.11)$$

*Trong đó:  $R$  là doanh lợi đạt được  
 $E(R)$  là doanh lợi dự kiến  
 $U$  là doanh lợi không dự kiến được*

Như ở phần trên, ta thấy: có hai loại rủi ro, rủi ro có hệ thống và rủi ro không có hệ thống. Phần doanh lợi không dự kiến được là do hai loại rủi ro này gây ra. Ta cũng có thể chia bộ phận doanh lợi không dự kiến được thành hai phần, phần thứ nhất là phần không có hệ thống và do rủi ro không có hệ thống gây ra, ta ký hiệu phần này là  $\varepsilon$ . Phần thứ hai là phần có hệ thống do rủi ro có hệ thống gây ra và được ký hiệu là  $m$ . Đến đây, ta có thể viết công thức tính doanh lợi đạt được là:

$$R = E(R) + m + \varepsilon \quad (6.12)$$

Việc phân chia bộ phận doanh lợi không dự kiến được thành hai phần là rất quan trọng. Để thấy được tại sao nó quan trọng, chúng ta sẽ nghiên cứu ở phần sau đây nói về rủi ro của danh mục đầu tư.

**5.2.5. Đa dạng hoá và rủi ro của danh mục đầu tư**

**5.2.5.1. Tác động của đa dạng hoá**

Khi ta có một lượng tiền nào đó, nếu ta dùng toàn bộ số tiền để đầu tư vào một loại tài sản thì mức độ rủi ro cao hơn là việc đầu tư số tiền này vào nhiều tài sản khác nhau.

Để thấy được mối quan hệ giữa cách bố trí một danh mục đầu tư và rủi ro của danh mục đầu tư, chúng ta hãy nghiên cứu bảng sau đây:

(1) Số lượng các cổ phần khác nhau của một danh mục đầu tư	(2) Độ lệch tiêu chuẩn bình quân của doanh lợi hàng năm của danh mục đầu tư	(3) Tỷ lệ giữa độ lệch tiêu chuẩn của danh mục đầu tư so với độ lệch tiêu chuẩn của việc đầu tư vào một cổ phần
1	49,24%	1,00
2	37,36	0,76
4	29,69	0,60
6	26,64	0,54
8	24,98	0,51
10	23,93	0,49
20	21,68	0,44
30	20,87	0,42
40	20,46	0,42
50	20,20	0,41
100	19,69	0,40
200	19,42	0,39
300	19,34	0,39
400	19,29	0,39
500	19,27	0,39
1000	19,21	0,39

***Nguồn:** Tạp chí phân tích lượng và tài chính. 22/9/1987 số: 353-64  
Nhan đề: "Bao nhiêu cổ phần sẽ tạo nên một danh mục đầu tư đa dạng hoá"*

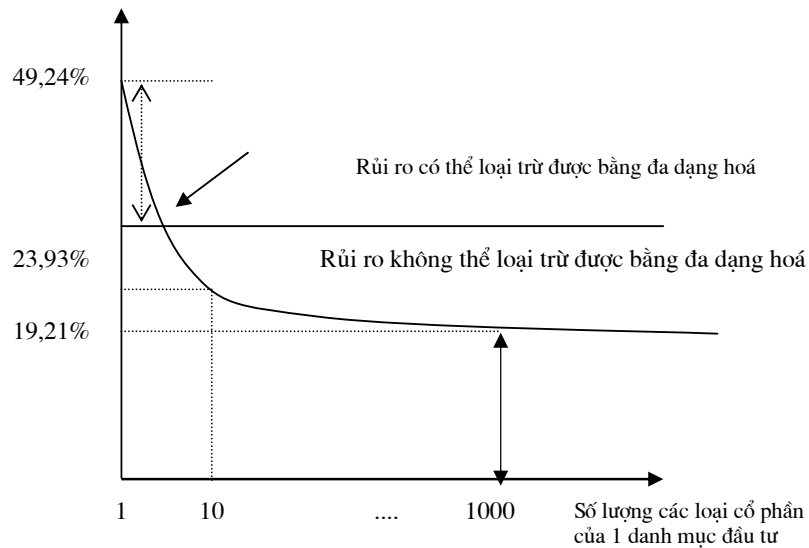
Qua đó thấy rằng: Độ lệch tiêu chuẩn cho danh mục đầu tư có một cổ phần là 49,24%. Điều này có nghĩa là nếu ta lựa chọn một cách ngẫu nhiên một loại cổ phần của một doanh nghiệp nào đó và đầu tư toàn bộ số tiền của ta vào đó thì độ lệch tiêu chuẩn của doanh lợi sẽ là 49,24% cho một năm. Nếu ta lựa chọn một cách ngẫu nhiên hai loại cổ phần và đầu tư vào mỗi loại một nửa số tiền thì độ lệch tiêu chuẩn bình quân sẽ là 37,36% v.v...



Điều quan trọng rút ra ở đây là: độ lệch tiêu chuẩn giảm khi mà số lượng các loại cổ phần tăng lên. Nếu ta lựa chọn một cách ngẫu nhiên 100 loại cổ phần khác nhau thì độ lệch tiêu chuẩn bình quân của danh mục đầu tư sẽ giảm xuống 19,69%. Nếu ta lựa chọn một cách ngẫu nhiên 500 cổ phần khác nhau thì độ lệch tiêu chuẩn bình quân sẽ là 19,27%. Nếu ta tiếp tục tăng thêm số lượng cổ phần cho danh mục đầu tư của ta thì ta thấy kết quả giảm của độ lệch tiêu chuẩn rất nhỏ hoặc không thay đổi.

#### 5.2.5.2. Nguyên lý của đa dạng hoá

Từ bảng trên có thể vẽ được đồ thị sau đây



Nhìn vào đồ thị, ta thấy có hai điểm cần lưu ý. Thứ nhất, một số rủi ro có liên quan đến từng loại tài sản có thể bị loại trừ bằng cách bố trí danh mục đầu tư. Quá trình bố trí danh mục đầu tư được tiến hành bằng cách dàn trải việc đầu tư vào nhiều loại tài sản khác nhau được gọi là đa dạng hoá.

Nguyên lý của đa dạng hoá cho thấy rằng: dàn trải việc đầu tư vào nhiều tài sản khác nhau sẽ loại trừ được một số rủi ro. Phần diện tích trên hình vẽ ký hiệu " rủi ro có thể loại trừ bằng đa dạng hoá" chính là bộ phận rủi ro có thể loại trừ thông qua đa dạng hoá.

Điểm thứ hai cũng rất quan trọng là sẽ có một mức tối thiểu của rủi ro mà không thể loại trừ nó bằng việc đa dạng hoá. Mức tối thiểu này được thể hiện trên hình vẽ với ký hiệu: rủi ro không thể loại trừ bằng đa dạng hoá". Hai điểm này cho ta kết luận rằng: đa dạng hoá có thể làm giảm rủi ro, nhưng việc giảm này chỉ có thể đạt đến một điểm nhất định chứ không thể giảm mãi.

#### **5.2.5.3. Đa dạng hoá và rủi ro không có hệ thống.**

Trên đây người ta đã khẳng định: một số rủi ro có thể loại trừ bằng đa dạng hoá, một số rủi ro khác thì không thể loại trừ được theo cách này. Sẽ có một câu hỏi là: tại sao lại như vậy? Cần nhớ lại phần trước đây nói về rủi ro có hệ thống và rủi ro không có hệ thống. Theo định nghĩa, rủi ro không có hệ thống là rủi ro chỉ liên quan đến một hoặc một vài tài sản. Chẳng hạn, nếu xem xét một loại cổ phần của một doanh nghiệp nào đó, dự án về chế tạo sản phẩm mới hoặc sự tiết kiệm do cải tiến quy trình công nghệ có thể mang lại giá trị thuần tuý dương và do đó có thể làm tăng giá trị cổ phần của doanh nghiệp. Ngược lại, nếu doanh nghiệp phạm pháp và phải đền bù bằng một lượng tiền đáng kể, hoặc do sự cố bất ngờ gây thiệt hại cho doanh nghiệp, hoặc do bãi công của công nhân trong doanh nghiệp v.v...có thể dẫn đến giảm giá trị cổ phần của doanh nghiệp.

Đến đây có thể nhận thấy rằng: nếu chỉ đầu tư vào một loại cổ phần của một doanh nghiệp nào đó thì nghĩa là kết quả đầu tư bị phụ thuộc rất nhiều vào những sự kiện xảy ra đối với doanh nghiệp. Nếu đầu tư vào nhiều loại tài sản ở nhiều doanh nghiệp khác nhau thì sự phụ thuộc này giảm đi nhiều, bởi vì nếu chẳng may bị lỗ ở doanh nghiệp này thì vẫn có lãi ở doanh nghiệp khác. Việc bù trừ đó sẽ làm cho rủi ro của danh mục đầu tư giảm đi.

Như vậy, rủi ro không có hệ thống sẽ bị loại trừ thông qua việc đa dạng hoá. Vì vậy, một danh mục đầu tư với số lượng lớn các tài sản khác nhau có thể dẫn đến một điều là: rủi ro không có hệ thống của nó bằng 0. Trên thực tế, khái niệm "có thể đa dạng hoá" và khái niệm "rủi ro không có hệ thống" có thể sử dụng thay thế cho nhau.

#### **5.2.5.4. Đa dạng hoá và rủi ro có hệ thống**

Rủi ro có hệ thống không thể loại trừ bằng cách đa dạng hoá, bởi vì theo định nghĩa, rủi ro có hệ thống tác động đến tất cả các loại tài sản khác

nhau. Vì lẽ đó, cho dù ta có tới bao nhiêu loại tài sản khác nhau trong một danh mục đầu tư đi nữa thì cũng không loại trừ được rủi ro có hệ thống. Vì vậy trên thực tế, khái niệm "không thể đa dạng hoá" và khái niệm "rủi ro có hệ thống" có thể sử dụng thay thế cho nhau.

#### **5.2.6. Rủi ro có hệ thống và hệ số beta**

Trong mục này sẽ nghiên cứu để trả lời câu hỏi: cái gì quyết định mức bù đắp rủi ro cho một tài sản có rủi ro? Hay nói một cách khác: tại sao mức bù đắp rủi ro của tài sản này lại cao hơn mức bù đắp rủi ro của tài sản khác? Việc trả lời câu hỏi này chủ yếu dựa vào sự khác biệt giữa rủi ro có hệ thống và rủi ro không có hệ thống.

##### **5.2.6.1. Nguyên lý của rủi ro có hệ thống**

Đến đây đã nhận thấy rằng: tổng số rủi ro liên quan đến một tài sản bao gồm hai bộ phận: rủi ro có hệ thống và rủi ro không có hệ thống. Chúng ta cũng đã nhận thức được là: rủi ro không có hệ thống có thể bị loại trừ thông qua việc đa dạng hoá. Ngược lại, chúng ta không thể loại trừ được rủi ro có hệ thống bằng cách đa dạng hoá.

Dựa trên cơ sở nghiên cứu trên, chúng ta thấy: cần phải xác định chính xác rủi ro nghĩa là gì? Nguyên lý của rủi ro có hệ thống đã chỉ ra rằng: phần thưởng trao cho việc chịu đựng rủi ro chỉ phụ thuộc vào rủi ro có hệ thống của khoản đầu tư. Rủi ro không có hệ thống có thể loại trừ thông qua việc đa dạng hoá mà không cần có chi phí, vì vậy sẽ không có phần thưởng cho loại rủi ro này. Hay nói một cách khác, thị trường sẽ không đền bù cho loại rủi ro không cần thiết phải sinh ra.

Nguyên lý của rủi ro có hệ thống khẳng định: doanh lợi dự kiến cho một tài sản chỉ phụ thuộc vào rủi ro có hệ thống. Nghĩa là, chỉ riêng rủi ro có hệ thống là loại rủi ro có liên quan đến việc quyết định mức doanh lợi dự kiến và mức bù đắp rủi ro của một tài sản.

##### **5.2.6.2. Đo lường rủi ro có hệ thống**

Rủi ro có hệ thống là một trong những yếu tố quyết định mức doanh lợi dự kiến của một tài sản, vì thế cần biết cách đo mức độ rủi ro có hệ thống cho các khoản đầu tư khác nhau. Thước đo mà chúng ta sẽ sử dụng là hệ số beta  $\beta$ .

Hệ số  $\beta$  cho ta biết mức rủi ro có hệ thống của một tài sản cụ thể so với mức rủi ro có hệ thống bình quân của một tài sản là bao nhiêu? Theo định nghĩa này, một tài sản nào đó có  $\beta = 0,5$  thì có nghĩa là: mức rủi ro có hệ thống của tài sản này bằng một nửa so với mức rủi ro bình quân cho một tài sản, nếu một tài sản có  $\beta = 2$  thì có nghĩa là: mức rủi ro có hệ thống của tài sản này bằng hai lần so với mức rủi ro bình quân cho một tài sản.v.v...

### **5.2.6.3. Beta của danh mục đầu tư**

#### Ví dụ 12

Giả sử ta có thông tin về một số chứng khoán của các doanh nghiệp khác nhau với các hệ số beta thể hiện ở bảng sau đây:

(1) Cổ phần của các doanh nghiệp	(2) Hệ số $\beta$
Doanh nghiệp K	0,75
Doanh nghiệp M	0,70
Doanh nghiệp L	1,05
Doanh nghiệp O	0,99
Doanh nghiệp P	1,01
Doanh nghiệp Q	0,64
Doanh nghiệp R	1,16
Doanh nghiệp S	1,42

Beta của danh mục đầu tư có thể được tính toán giống như tính toán doanh lợi dự kiến của danh mục đầu tư. Theo số liệu ở bảng trên, giả sử có một số tiền nào đó, người ta đầu tư một nửa số tiền vào cổ phần của doanh nghiệp O và một nửa còn lại được đầu tư vào doanh nghiệp R. Vậy  $\beta$  của danh mục đầu tư là bao nhiêu?

$$\beta_p = 0,50 \times \beta_o + 0,50 \times \beta_R = 0,50 \times 0,99 + 0,50 \times 1,16 = 1,075$$

Trong đó:  $\beta_p$  là beta của danh mục đầu tư.

$\beta_o$  là beta của cổ phần đầu tư vào doanh nghiệp O

$\beta_R$  là beta của cổ phần đầu tư vào doanh nghiệp R

0,50 là trọng số của danh mục đầu tư.

Nói chung, để tính  $\beta$  cho một danh mục đầu tư, ta lấy từng trọng số của danh mục đầu tư nhân với  $\beta$  tương ứng với tài sản đó. Sau cùng ta cộng tất cả các tích số đó lại, sẽ có  $\beta$  của danh mục đầu tư.

### **5.2.7. Đường thị trường chứng khoán**

Trong phần này chúng ta hãy xem rủi ro sẽ được đền bù trên thị trường như thế nào?

#### **5.2.7.1. Beta và mức bù đắp rủi ro**

##### Ví dụ 13

Giả sử rằng: tài sản A có thu nhập dự kiến  $E(R_A) = 20\%$  và  $\beta_A = 1,6$ . Tỷ suất không có rủi ro là  $R_f = 8\%$ . Lưu ý rằng tài sản không có rủi ro là tài sản không có rủi ro có hệ thống (thậm chí không có cả rủi ro không có hệ thống), vì vậy tài sản không có rủi ro sẽ có  $\beta = 0$ .

Nếu ta bố trí một danh mục đầu tư gồm có tài sản A và tài sản không có rủi ro, ta có thể tính toán được một vài phương án doanh lợi dự kiến khác nhau và các hệ số  $\beta$  khác nhau. Chẳng hạn nếu ta đầu tư 25% vào tài sản A thì thu nhập dự kiến sẽ là:

$$E(R_P) = 0,25 \times E(R_A) + (1 - 0,25) \times R_f = 0,25 \times 20\% + 0,75 \times 8\% = 11\%$$

Tương tự,  $\beta$  của danh mục đầu tư sẽ là:

$$\beta_P = 0,25 \times \beta_A + (1 - 0,25) \times 0 = 0,25 \times 1,6 = 0,4$$

Lưu ý rằng: tổng các trọng số của một danh mục đầu tư bao giờ cũng bằng 1. Do vậy, trong danh mục đầu tư này, 25% đầu tư vào tài sản A thì có nghĩa là 75% sẽ được đầu tư vào tài sản không có rủi ro.

Có một điều phân vân là: liệu tỷ lệ đầu tư vào tài sản A có khả năng vượt quá 100% hay không? Câu trả lời ở đây là có. Điều này có thể xảy ra với nhà đầu tư khi mà anh ta đi vay tiền tại tỷ suất không có rủi ro. Ví dụ, nhà đầu tư có 100 đv, anh ta đi vay thêm 50 đv nữa tại lãi suất 8% là tỷ suất không có rủi ro. Như vậy, tổng số đầu tư vào tài sản A là 150 đv. Hay có thể nói nhà đầu tư này đã đầu tư 150% vốn so với vốn của riêng anh ta. Trong trường hợp này thu nhập dự kiến sẽ là:

$$E(R_P) = 1,50 \times E(R_A) + (1 - 1,50) \times R_f = 1,50 \times 20\% - 0,50 \times 8\% = 26\%$$

Hệ số  $\beta$  của danh mục đầu tư sẽ là:

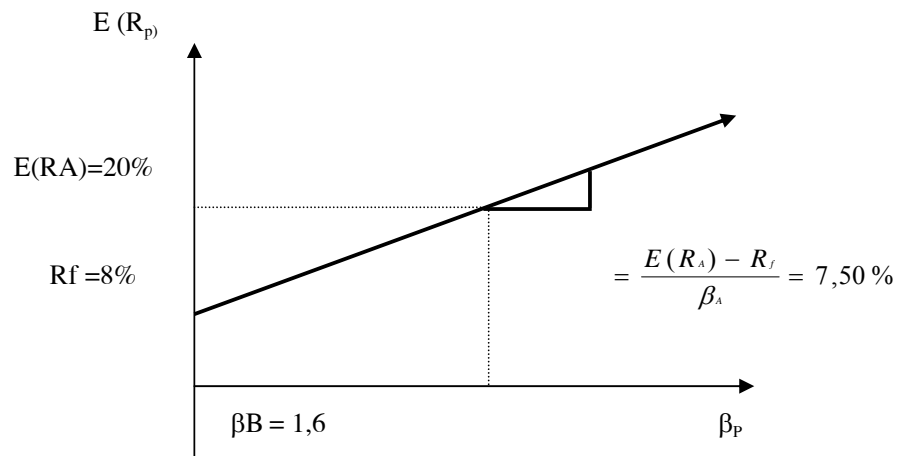
$$\beta_P = 1,50 \times \beta_A + (1 - 1,50) \times 0 = 1,50 \times 1,6 = 2,4$$

### Chương 5: Doanh lợi, rủi ro trong hoạt động đầu tư

Tương tự như vậy, có thể tính toán được một số phương án khác và liệt kê ở bảng sau đây:

Trọng số của tài sản A trong danh mục đầu tư	Doanh lợi dự kiến của danh mục đầu tư $E(R_p)$	Bêta của danh mục đầu tư ( $\beta_p$ )
0%	8%	0,0
25%	11%	0,4
50%	14%	0,8
75%	17%	1,2
100%	20%	1,6
125%	23%	2,0
150%	26%	2,4

Dựa vào bảng trên ta có thể vẽ được đồ thị biểu diễn mối quan hệ giữa thu nhập dự kiến của danh mục đầu tư và hệ số bêta của tài sản A như sau:



Nhìn vào đồ thị trên ta thấy: nếu di chuyển từ điểm mà tài sản A không có rủi ro với  $\beta_A = 0$  tới điểm mà tại đó  $\beta_A = 1,6$  thì đồng thời với việc tăng bêta, doanh lợi dự kiến cho danh mục đầu tư cũng tăng từ 8% lên 20%.

Nhưng ta biết,  $E(R_A) - R_f = 20\% - 8\% = 12\%$  được gọi là mức bù đắp rủi ro của tài sản A. Có thể tính được độ dốc của đường thẳng này bằng cách lấy mức bù đắp rủi ro của tài sản A chia cho hệ số  $\beta$  của nó.

$$\text{Độ dốc tài sản A} = \frac{E(R_A) - R_f}{\beta_A} = \frac{20\% - 8\%}{1,6} = 7,50\% \quad (6.13)$$

Độ dốc của tài sản nói lên rằng: tài sản A đề nghị được đền bù rủi ro với tỷ suất 7,5%. Nói cách khác, tài sản A có mức bù đắp rủi ro là 7,50% cho một đơn vị rủi ro có hệ thống.

*Ví dụ 14*

Giả định là có một tài sản khác, tài sản B. Tài sản này có  $\beta = 1,2$  và doanh lợi dự kiến là 16%. Vậy đầu tư vào tài sản nào thì tốt hơn? Tài sản A hay tài sản B? Thực sự là rất khó trả lời. Một số người thích đầu tư vào tài sản A, còn một số người khác lại thích đầu tư vào tài sản B. Tuy nhiên, để có thể trả lời được rằng: nên đầu tư vào tài sản nào thì cần xác định thêm một số thông tin về tài sản B thông qua việc tính toán sau đây: Cũng làm giống như đối với tài sản A ở trên. Ta tính toán một số phương án thích hợp giữa thu nhập dự kiến và  $\beta$  của danh mục đầu tư bao gồm tài sản B và tài sản không có rủi ro. Chẳng hạn, nếu ta đầu tư 25% số tiền vào tài sản B thì nghĩa là 75% số tiền còn lại sẽ được đầu tư vào tài sản không có rủi ro. Doanh lợi dự kiến của danh mục đầu tư sẽ là:

$$0,25 \times E(R_B) + 0,75 \times R_f = 0,25 \times 16\% + 0,75 \times 8\% = 10\%$$

Tương tự, beta của danh mục đầu tư  $\beta_p$  sẽ là:

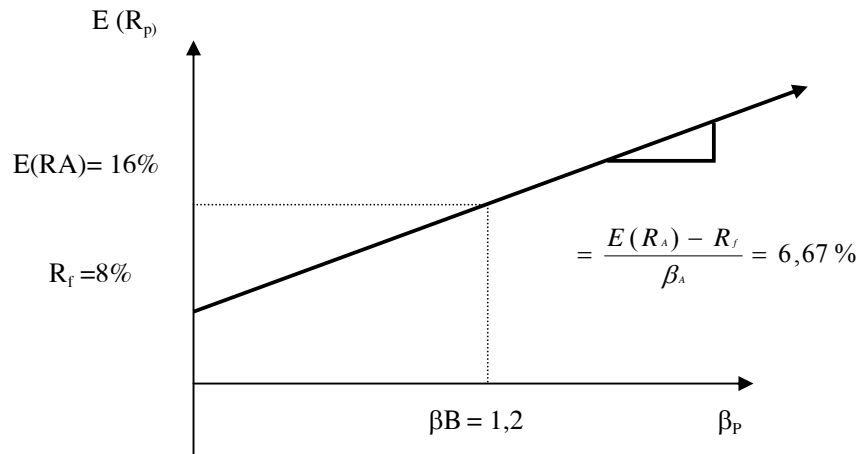
$$\beta_p = 0,25 \times \beta_B + 0,75 \times 0 = 0,25 \times 1,2 = 0,30$$

Tương tự làm như vậy ta sẽ có bảng sau đây:

Trọng số của tài sản B trong danh mục đầu tư	Doanh lợi dự kiến của danh mục đầu tư E (R <sub>p</sub> )	Bê ta của danh mục đầu tư (β <sub>p</sub> )
0%	8%	0,0
25%	10%	0,3
50%	12%	0,6
75%	14%	0,9
100%	16%	1,2
125%	18%	1,5
150%	20%	1,8

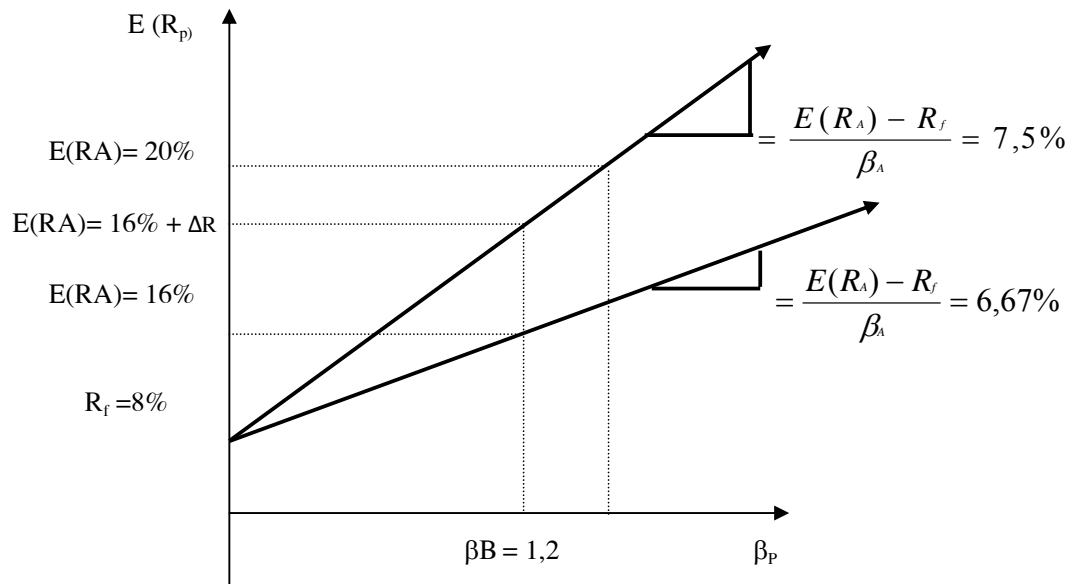
$$\text{Độ dốc} = \frac{E(R_B) - R_f}{\beta_B} = \frac{16\% - 8\%}{1,2} = 6,67\%$$

Từ bảng trên có thể vẽ được đồ thị sau đây:



Dựa trên các thông tin trên đây có thể nói rằng: đầu tư vào tài sản A tốt hơn là đầu tư vào tài sản B, bởi vì tài sản B đề nghị mức bù đắp rủi ro không đủ cho mức rủi ro có hệ thống của nó nếu so với tài sản A. Để thấy rõ hơn, hãy so sánh tài sản A và tài sản B trên cùng một đồ thị sau đây:





Đồ thị trên cho thấy: đường thẳng biểu thị sự kết hợp giữa doanh lợi dự kiến và  $\beta$  của tài sản A nằm cao hơn so với đường thẳng biểu thị doanh lợi dự kiến và  $\beta$  của tài sản B. Điều này có thể nhận biết dễ dàng ngay cả trong trường hợp không có đồ thị thông qua sự khác biệt về độ dốc của hai đường thẳng này ( $7,50\% > 6,67\%$ ). Sự khác biệt cho biết: với bất kỳ mức rủi ro có hệ thống nào cho trước (được đo bằng  $\beta$ ) thì tài sản A cũng có mức doanh lợi cao hơn so với tài sản B. Nhìn vào đồ thị, giả sử  $\beta = 1,2$  ta có:  $E(R_B) = 16\%$  trong khi đó  $E(R_A) = 16\% + \Delta R$ .

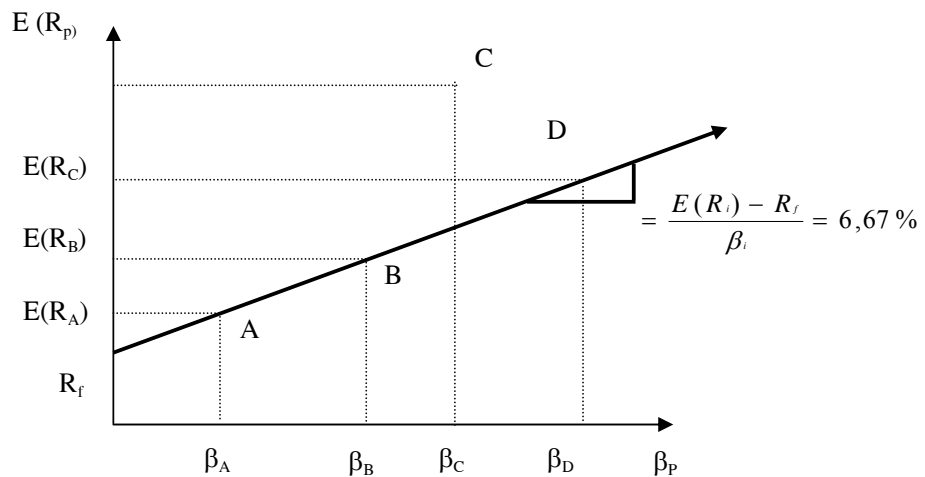
Với nhận xét như trên, có thể gợi ý cho nhà đầu tư rằng anh ta nên đầu tư vào tài sản A.

Tuy nhiên tình trạng của tài sản A và tài sản B như đã miêu tả trên đây không thể kéo dài mãi trên thị trường vốn, bởi vì các nhà đầu tư đổ xô đầu tư vào tài sản A và hầu như không có ai đầu tư vào tài sản B nên sẽ xảy ra tình trạng: giá của tài sản A sẽ tăng lên và giá của tài sản B sẽ bị hạ thấp. Như đã biết, giá của tài sản và doanh lợi dự kiến của nó vận động ngược chiều nhau, do vậy doanh lợi của tài sản A sẽ giảm đi và doanh lợi của tài sản B sẽ tăng

lên. Việc mua và bán hai loại tài sản này tiếp tục diễn ra cho đến khi cả hai tài sản này cùng nằm trên một đường thẳng. Điều đó có nghĩa là: cả hai loại tài sản này cùng đề nghị một mức đền bù về sự chịu đựng rủi ro. Nói cách khác, trên thị trường cạnh tranh ta có:

$$\frac{E(R_A) - R_f}{\beta_A} = \frac{E(R_B) - R_f}{\beta_B}$$

Đây là mối quan hệ cơ bản giữa rủi ro và doanh lợi. Trên đây lấy hai tài sản làm ví dụ, cách lập luận trên có thể mở rộng cho nhiều loại tài sản khác nhau tương tự như cách làm trên. Trên thực tế, dù có bao nhiêu tài sản đi nữa thì các tài sản này cũng phải vận động theo hướng là có cùng một tỷ suất bù đắp rủi ro. Giả sử tài sản này có mức rủi ro có hệ thống gấp đôi tài sản khác thì mức bù đắp rủi ro cho tài sản này nhất định phải gấp đôi so với tài sản khác. Do các tài sản trên thị trường phải có cùng tỷ suất bù đắp rủi ro nên chúng phải được vẽ trên cùng một đường thẳng. Điều này có thể được minh họa bằng đồ thị sau:



Như đã chỉ ra trên đồ thị, tài sản A và tài sản B được vẽ trực tiếp trên đường thẳng, vì vậy chúng có tỷ suất đền bù rủi ro như nhau. Nếu có một tài sản nào đó nằm phía trên đường thẳng này, ví dụ như tài sản C thì giá trị của tài sản C nhất định sẽ tăng lên và doanh lợi dự kiến của nó sẽ giảm cho đến khi nằm vào đường thẳng. Tương tự như vậy, nếu có một tài sản nào đó nằm

phía dưới đường thẳng này, ví dụ như tài sản D thì giá của nó nhất định sẽ giảm đi và doanh lợi dự kiến của nó sẽ tăng lên cho đến khi nằm vào đường thẳng. Trên thị trường vốn, hiện tượng như tài sản C thì được gọi là giá cả cao hơn giá trị của nó. Còn hiện tượng như tài sản D thì được gọi là giá cả thấp hơn giá trị của nó. Đây là quan điểm rất quan trọng để kiểm nghiệm các thị trường tài chính.

#### **5.2.7.2. Đường thị trường chứng khoán**

Đường thẳng được vẽ như trên cho mọi tài sản trên thị trường tài chính là rất quan trọng. *Đường thẳng thể hiện mối quan hệ giữa rủi ro có hệ thống và doanh lợi dự kiến được gọi là đường thị trường chứng khoán (SML).* Trong tài chính doanh nghiệp, quan điểm về giá trị hiện tại thuần túy (NPV) được coi là quan trọng nhất, kể theo đó là đường SML.

Do SML có tầm quan trọng như vậy, nên cần tìm cách để biết được phương trình của nó. Giả sử bố trí một danh mục đầu tư với toàn bộ các loại tài sản của thị trường. Một danh mục đầu tư như vậy được gọi là danh mục đầu tư của thị trường. Doanh lợi dự kiến của nó được viết là  $E(R_M)$ .

Do tất cả các tài sản trên thị trường phải được vẽ trên đường SML, vì thế danh mục đầu tư của thị trường phải bao gồm tất cả các tài sản đó. Để xác định xem có thể vẽ đường SML như thế nào, trước hết cần phải xác định cho được hệ số  $\beta$  cho danh mục đầu tư của thị trường ( $\beta_M$ ). Do danh mục đầu tư này đại diện cho tất cả các tài sản trên thị trường, nên chắc chắn rằng danh mục đầu tư này có mức rủi ro bình quân có hệ thống, hay nói một cách khác,  $\beta_M = 1$ . Đến đây có thể biết được độ dốc của đường SML như sau:

$$\text{Độ dốc của SML} = \frac{E(R_M) - R_f}{\beta_M} = \frac{E(R_M) - R_f}{1} = E(R_M) - R_f \quad (6.15)$$

$E(R_M) - R_f$  được gọi là mức bù đắp rủi ro của thị trường bởi vì nó là mức bù đắp rủi ro cho danh mục đầu tư của thị trường.

Gọi  $E(R_i)$  và  $\beta_i$  là doanh lợi dự kiến và beta của một danh mục đầu tư bất kỳ nào đó trên thị trường. Ta biết rằng danh mục đầu tư này phải được vẽ trên đường SML vì nó phải có cùng tỷ suất đền bù rủi ro giống như các tài sản khác trên thị trường. Vậy ta có thể biết:

$$\frac{E(R_i) - R_f}{\beta_i} = E(R_M) - R_f$$

Nếu viết lại, ta sẽ có:  $E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_M) - R_f]$  (6.16)

Công thức trên được gọi là mô hình định giá tài sản viết tắt là: **CAPM**.

CAPM chỉ ra rằng: doanh lợi dự kiến của một tài sản cụ thể nào đó phụ thuộc vào ba yếu tố:

*Yếu tố thứ nhất*, đó là giá trị thời gian thuần túy của tiền được đo bằng tỷ suất không có rủi ro  $R_f$ . Tỷ suất này đơn thuần chỉ đền bù cho sự chờ đợi tiền của nhà đầu tư và không hề có rủi ro

*Yếu tố thứ hai*, là sự đền bù cho rủi ro có hệ thống được đo bằng mức rủi ro của thị trường  $[E(R_M) - R_f]$ .

*Yếu tố thứ ba*, là mức rủi ro có hệ thống được đo bằng  $\beta_i$ , đây là mức rủi ro có hệ thống cho từng tài sản cụ thể.

### **5.2.7.3. Mối liên hệ giữa đường thị trường chứng khoán và chi phí của vốn**

Đường thị trường chứng khoán chỉ cho thấy mức đền bù rủi ro trên thị trường tài chính. Bất kỳ một khoản đầu tư mới nào cũng đòi hỏi một mức doanh lợi dự kiến ít nhất là bằng mức đền bù của thị trường. Nếu không đạt đến mức đó thì người ta sẽ không đầu tư. Các nhà đầu tư chỉ thực sự có lợi nếu họ tìm được các khoản đầu tư mà mức doanh lợi dự kiến của chúng cao hơn mức đề nghị của thị trường, bởi vì những khoản đầu tư như vậy sẽ có giá trị hiện tại thuần túy dương. Trên cơ sở nhận thức như vậy, nếu đặt câu hỏi: tỷ suất chiết khấu để xác định giá trị hiện tại là gì? thì câu trả lời sẽ là: nên chọn doanh lợi dự kiến mà thị trường đề nghị cho khoản đầu tư với cùng một mức rủi ro có hệ thống. Nói một cách khác, để xác định xem khoản đầu tư của ta có giá trị hiện tại dương hay không thì cần phải so sánh thu nhập dự kiến về khoản đầu tư mới và mức doanh lợi dự kiến mà thị trường đề nghị cho khoản đầu tư có cùng mức rủi ro có hệ thống (tức là có cùng hệ số  $\beta$ ).

Tỷ suất chiết khấu biểu thị bằng mức doanh lợi tối thiểu cần đạt được thường được gọi là chi phí của vốn cho một khoản đầu tư nhất định. Ở đây gọi là chi phí vốn bởi vì nếu đạt được mức doanh lợi tối thiểu này thì mới đạt đến điểm hoà vốn. Chi phí của vốn còn được coi như là chi phí cơ hội cho khoản đầu tư của doanh nghiệp.

Khi nói rằng khoản đầu tư mới có doanh lợi dự kiến lớn hơn mức doanh lợi mà thị trường đền bù cho khoản đầu tư có cùng mức độ rủi ro có hệ thống thì có nghĩa là đang sử dụng một cách có hiệu quả vốn đầu tư.

### **CÂU HỎI ÔN TẬP**

1. Giữa rủi ro và lợi nhuận có mối tương quan tỷ lệ thuận, tức là, rủi ro càng cao thì lợi nhuận càng cao. Hãy bình luận.
2. Hãy giải thích rủi ro có hệ thống và rủi ro không có hệ thống?

## CHƯƠNG 6

# CHI PHÍ VỐN VÀ CƠ CẤU VỐN

Phân tích các luồng tiền chiết khấu nhằm hỗ trợ cho việc ra các quyết định đầu tư cũng như quyết định dự toán vốn đầu tư. Bằng việc so sánh giá trị hiện tại của các luồng thu nhập theo dự tính với chi phí đầu tư, các nhà quản lý có thể tìm được lời giải cho vấn đề có nên đầu tư hay không. Một yếu tố rất quan trọng của quá trình này là xác định đúng đắn tỷ lệ hiện tại hoá (tỷ lệ chiết khấu), đó là chi phí vốn đầu tư. Chỉ tiêu này được sử dụng chủ yếu để hoạch định cơ cấu vốn cũng như cơ cấu tài sản.

### 6.1. Khái niệm chi phí vốn

Chi tiết của bên phải bảng cân đối tài sản chỉ ra các nguồn vốn của doanh nghiệp. Theo cách phân chia phổ biến nhất, *nguồn vốn bao gồm các khoản nợ và vốn của chủ*. *Nợ bao gồm nợ ngắn hạn, nợ dài hạn*. Vốn của chủ có thể bao gồm vốn huy động bằng cổ phiếu thường, cổ phiếu ưu tiên, lợi nhuận không chia. Tỷ trọng của các nguồn đó trong tổng nguồn chính là cơ cấu vốn. Bất cứ một sự tăng lên của tổng tài sản phải được tài trợ bằng việc tăng một hoặc nhiều yếu tố cấu thành vốn.

Vốn là nhân tố cần thiết của sản xuất. Cũng như bất kỳ một nhân tố nào khác, để sử dụng vốn, doanh nghiệp cần bỏ ra một chi phí nhất định. Chi phí của mỗi một nhân tố cấu thành gọi là chi phí nhân tố cấu thành của loại vốn cụ thể đó.

Có thể hiểu chi phí vốn là chi phí cơ hội của việc sử dụng vốn, được tính bằng số lợi nhuận kỳ vọng đạt được trên vốn đầu tư vào dự án hoặc doanh nghiệp để giữ không làm giảm số lợi nhuận dành cho chủ sở hữu. Ví dụ, doanh nghiệp A có thể vay tiền với lãi suất 10% thì chi phí của nợ là 10%. Trong chương này tập trung vào nghiên cứu chi phí của 4 nhân tố cấu thành cơ cấu vốn bao gồm: nợ, cổ phiếu ưu tiên, lợi nhuận không chia và cổ phiếu thường mới. Chi phí cấu thành của chúng được ký hiệu như sau:

Kd: chi phí nợ trước thuế, đối với doanh nghiệp A là 10%.

$K_d(1 - T)$ : chi phí nợ sau thuế, trong đó,  $T$  là thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp. Đối với doanh nghiệp A với  $T = 40\%$  thì  $K_d(1-T) = 6\%$ .

$K_p$ : chi phí của cổ phiếu ưu tiên. Đối với doanh nghiệp A,  $K_p = 10,3\%$ .

$K_s$ : chi phí của lợi nhuận không chia. Đối với doanh nghiệp A,  $K_s = 13,4\%$ .

$K_e$ : chi phí vốn cổ phiếu thường mới. Trường hợp doanh nghiệp A,  $K_e = 14\%$ .

WACC: chi phí trung bình của vốn. Nếu doanh nghiệp muốn tạo vốn mới để tài trợ cho việc mở rộng tài sản và duy trì một cơ cấu vốn cân bằng, thì nó phải tạo ra một phần nợ mới, một phần cổ phiếu ưu tiên và một phần cổ phiếu thường (lấy từ lợi nhuận không chia hoặc phát hành cổ phiếu thường mới) theo cùng một tỷ lệ.

## **6.2. Chi phí của các loại vốn**

### **6.2.1. Chi phí của nợ vay**

#### **6. 2.1.1. Chi phí nợ vay trước thuế**

Chi phí nợ trước thuế ( $K_d$ ) được tính toán trên cơ sở lãi suất nợ vay. Lãi suất này thường được ấn định trong hợp đồng vay tiền.

#### **6.2.1.2. Chi phí nợ vay sau thuế**

Chi phí nợ sau thuế  $K_d(1 - T)$ , được xác định bằng chi phí nợ trước thuế trừ đi khoản tiết kiệm nhờ thuế. Phần tiết kiệm này được xác định bằng chi phí trước thuế nhân với thuế suất ( $K_d \times T$ ). Vì vậy, nếu doanh nghiệp A vay tiền với lãi suất 10% và thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp là 40% thì chi phí nợ sau thuế là 6%.

$$K_d(1-T) = 10\%(1-0,4) = 6\%.$$

Giá trị cổ phiếu của doanh nghiệp mà chúng ta muốn tối đa hoá phụ thuộc vào các luồng tiền sau thuế. Do vậy, để chúng có thể so sánh được với nhau, tất cả các chi phí vốn cần được tính quy về chi phí sau thuế.

### **6.2.2. Chi phí vốn chủ sở hữu**

#### **6.2.2.1. Chi phí cổ phiếu ưu tiên**

Chi phí của cổ phiếu ưu tiên ( $K_p$ ) được xác định bằng cách lấy cổ tức ưu tiên ( $D_p$ ) chia cho giá phát hành thuần của cổ phiếu ( $P_n$ ) - là giá mà doanh nghiệp nhận được sau khi đã trừ chi phí phát hành.

$$K_p = \frac{D_p}{P_n}$$

Ví dụ: doanh nghiệp A sử dụng cổ phiếu ưu tiên phải trả 10 đv cổ tức cho mỗi cổ phiếu mệnh giá 100 đv. Nếu doanh nghiệp bán những cổ phiếu ưu tiên mới với giá bằng mệnh giá và chịu chi phí phát hành là 2,5 % giá bán hay 2,5 đv cho một cổ phiếu, khoản thu ròng sẽ là 97,5 đv với một cổ phiếu. Vì vậy, chi phí cổ phiếu ưu tiên của doanh nghiệp A sẽ là:

$$K_p = \frac{10 \text{ đv}}{97,5 \text{ đv}} = 10,3\%$$

#### **6.2.2.2. Chi phí của lợi nhuận không chia**

Chi phí nợ vay và chi phí cổ phiếu ưu tiên được xác định dựa trên thu nhập mà các nhà đầu tư yêu cầu đối với những chứng khoán này. Tương tự, chi phí của lợi nhuận không chia là tỷ lệ cổ tức mà người nắm giữ cổ phiếu thường yêu cầu đối với dự án doanh nghiệp đầu tư bằng lợi nhuận không chia.

Chi phí vốn của lợi nhuận không chia liên quan đến chi phí cơ hội của vốn. Lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp thuộc về người nắm giữ cổ phiếu. Người nắm giữ trái phiếu được bù đắp bởi những khoản thanh toán lãi, người nắm giữ cổ phiếu ưu tiên được bù đắp bởi cổ tức ưu tiên, nhưng lợi nhuận không chia thuộc về người nắm giữ cổ phiếu thường. Phần lợi nhuận này để bù đắp cho người nắm giữ cổ phiếu về việc sử dụng vốn của họ. Ban quản lý có thể trả phần lợi nhuận này dưới hình thức cổ tức hoặc là dùng lợi nhuận đó để tái đầu tư. Nếu ban quản lý quyết định không chia lợi nhuận thì sẽ có một chi phí cơ hội liên quan. Cổ đông lẽ ra có thể nhận được phần lợi nhuận



dưới dạng cổ tức và đầu tư dưới hình thức khác. Tỷ suất lợi nhuận mà cổ đông mong muốn trên phần vốn này chính là chi phí của nó. Đó là tỷ suất lợi nhuận mà người nắm giữ cổ phần mong đợi kiếm được từ những khoản đầu tư có mức rủi ro tương đương.

Vì vậy, giả sử rằng cổ đông của doanh nghiệp A mong đợi kiếm được một tỷ suất lợi nhuận  $K_s$  từ khoản tiền của họ. Nếu doanh nghiệp không thể đầu tư phần lợi nhuận không chia để kiếm được tỷ suất lợi nhuận ít nhất là  $K_s$  thì số tiền này sẽ được trả cho các cổ đông để họ đầu tư vào những tài sản khác.

Khác với nợ và cổ phiếu ưu tiên, người ta không dễ dàng đo lường được  $K_s$ . Tuy nhiên, có thể ước lượng được chi phí vốn cổ phần.

Một cổ phiếu ở điểm cân bằng của thị trường thì tỷ lệ lợi tức yêu cầu  $K_s$  cũng tương đương với tỷ lệ lợi tức mong đợi  $K^s$ . Hơn nữa, lợi tức yêu cầu tương đương với một lợi tức của một tài sản không có rủi ro ( $K_{RF}$ ) cộng với mức bù rủi ro  $RP$ , trong khi lợi tức mong đợi đối với một cổ phiếu đang tăng trưởng ổn định (Constant growth stock) tương đương với mức sinh lời của cổ phiếu ( $D_1/P_0$ ) cộng với tỉ lệ tăng trưởng mong đợi ( $g$ ).

Lợi tức yêu cầu = Lợi tức mong đợi.

$$K_s = K_{RF} + RP = D_1/P_0 + g = K^s$$

Vì hai bên tương đương nhau nên chúng ta có thể dự đoán  $K_s$  theo cách  $K_s = K_{RF} + RP$  hoặc  $K_s = K^s = D_1/P_0 + g$ .

Thực tế có ba phương pháp thường được sử dụng để xác định chi phí lợi nhuận không chia.

Phương pháp CAPM.

Phương pháp luồng tiền chiết khấu.

Phương pháp lấy lãi suất trái phiếu cộng với phần thưởng rủi ro.

**\* Phương pháp CAPM (mô hình định giá tài sản tài chính)**

Phương pháp này được tiến hành như sau:

**Bước 1:** Xác định lợi tức của tài sản không có rủi ro  $K_{RF}$ . Lợi tức này thường tương đương với lãi suất trái phiếu kho bạc.

**Bước 2:** Dự đoán hệ số bê ta của cổ phiếu và sử dụng nó như là hệ số rủi ro của cổ phiếu.

**Bước 3:** Dự đoán lãi suất mong đợi trên thị trường hoặc là lợi tức mong đợi đối với cổ phiếu có độ rủi ro trung bình ( $K_{RM}$ ).

**Bước 4:** Thay thế những giá trị trên vào phương trình CAPM để xác định tỷ lệ lợi tức mong đợi đối với cổ phiếu đang xét.

$$K_s = K_{RF} + (K_{RM} - K_{RF}) \beta_i.$$

Phương trình trên chỉ ra cách xác định  $K_s$  theo mô hình CAPM, chi phí của cổ phiếu được xác định trên cơ sở lãi suất của trái phiếu không có rủi ro ( $K_{RF}$ ) cộng với một phần lợi nhuận tương ứng với mức rủi ro của cổ phiếu có mức độ rủi ro trung bình ( $K_{RM} - K_{RF}$ ) và được điều chỉnh theo mức rủi ro, tức là điều chỉnh theo hệ số bê ta của cổ phiếu đó

Nếu giả sử rằng  $K_{RF} = 8\%$ ,  $K_{RM} = 13\%$  và  $\beta_i = 0,7$ .  $K_s$  của cổ phiếu này được tính như sau:

$$K_s = 8\% + (13\% - 8\%) 0,7 = 11,5 \%$$

Nếu  $\beta_i = 1,0$  phản ánh cổ phiếu rủi ro hơn mức trung bình thì tỷ lệ lợi tức yêu cầu  $K_s$  sẽ là:

$$K_s = 8\% + (13\% - 8\%) 1,0 = 13\%$$

Phương pháp CAPM có một số vấn đề cần lưu ý:

- Khó xác định  $K_{RF}$
- Khó dự đoán hệ số bê ta
- Khó xác định phần lợi nhuận bù đắp cho rủi ro thị trường.

**\* Phương pháp lãi suất trái phiếu cộng với mức bù rủi ro**

Mặc dù có tính chủ quan trong việc tiếp cận, các nhà phân tích thường dự đoán chi phí của cổ phần thường của một doanh nghiệp bằng việc cộng một mức bù rủi ro khoảng từ 3-5% vào lãi suất nợ dài hạn của doanh nghiệp. Như vậy, những doanh nghiệp có rủi ro cao, xếp hạng thấp và có nợ với lãi suất cao cũng có vốn cổ phần với chi phí cao.

Ví dụ: Nếu một doanh nghiệp có lãi suất trái phiếu là 9% thì chi phí vốn cổ phiếu có thể dự đoán như sau:

$$K_s = \text{Lãi suất trái phiếu} + \text{Phần thưởng rủi ro} = 9\% + 4\% = 13\%.$$

Một doanh nghiệp khác có rủi ro cao hơn và lãi suất trái phiếu có thể là 12%, do đó dự đoán chi phí vốn cổ phiếu là 16%.

$$K_s = 12\% + 4\% = 16\%.$$

Vì mức bù rủi ro 4% là dự đoán có thể điều chỉnh nên giá trị dự đoán  $K_s$  cũng có thể điều chỉnh.

**\* Phương pháp luồng tiền chiết khấu**

Giá của một cổ phiếu thường phụ thuộc vào cổ tức mong đợi đối với cổ phiếu đó. Ta có thể cho rằng, giá của một cổ phiếu  $P_0$  bằng giá trị hiện tại của các dòng cổ tức mong đợi nhận được trong tương lai.

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+K_s)^1} + \frac{D_2}{(1+K_s)^2} + \frac{D_3}{(1+K_s)^3} + \dots + \frac{D_{n-1}}{(1+K_s)^{n-1}} + \frac{D_n}{(1+K_s)^n}$$

Hay:

Trong đó:

$$P_0 = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1 + K_s)^i}$$

$P_0$ : Là giá hiện tại của cổ phiếu.

$D_i$ : Là cổ tức mong đợi được trả vào cuối năm thứ  $i$ .

$K_s$ : Là chi phí của cổ phiếu thường.

Nếu giả thiết cổ tức mong đợi tăng với tỉ lệ  $g$ , ta có:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+K_s)} + \frac{D_1(1+g)}{(1+K_s)^2} + \dots + \frac{D_1(1+g)^n}{(1+K_s)^n}$$

Sau khi biến đổi, phương trình trên trở thành một công thức quan trọng sau đây:

$$P_0 = \frac{D_1}{K_s - g}$$

Có thể giải phương trình này để tìm tỷ lệ lợi tức yêu cầu đối với cổ phiếu thường.

$$K_s = K^s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Phương pháp dự đoán chi phí vốn cổ phần này còn được gọi là phương pháp tỷ lệ cổ tức cộng với tỷ lệ tăng trưởng, hoặc là phương pháp luồng tiền chiết khấu. Từ đây chúng ta giả sử rằng, khi có sự cân bằng, có thể sử dụng  $K_s$  và  $K^s$  để thay thế cho nhau.

Các nhà đầu tư sử dụng sự tăng trưởng trong quá khứ để dự báo tỷ lệ tăng trưởng trong tương lai, do đó, nếu sự tăng trưởng trong quá khứ không ổn định, việc dự báo sẽ gặp khó khăn. Trong trường hợp này, nhà đầu tư có thể tham khảo dự báo của các nhà phân tích chứng khoán.

Ví dụ: Giả sử doanh nghiệp A bán cổ phiếu với giá thị trường là 23 đv, cổ tức mong đợi của năm tiếp theo là 1,242 đv và tỉ lệ tăng trưởng mong đợi là 8%, tỷ lệ lợi tức mong đợi - tỷ lệ lợi tức yêu cầu - chi phí lợi nhuận không chia sẽ là 13,4%.

$$K^s = K_s = \frac{1,242}{23} + 8\% = 13,4\%$$

13,4% là tỷ lệ lợi tức tối thiểu mà ban quản lý mong có được để biện minh cho việc giữ lợi nhuận để tái đầu tư hơn là trả chúng cho những người nắm giữ cổ phần với tư cách là cổ tức.

### **6.2.2.3. Chi phí cổ phiếu thường mới**

Muốn phát hành cổ phiếu mới cần phải tính đến các chi phí như: chi phí in ấn; chi phí quảng cáo; hoa hồng v.v... Các chi phí này nhiều hay ít tùy thuộc vào nhiều yếu tố và có thể chiếm tới 10% tổng giá trị phát hành. Vậy chi phí của vốn cổ phiếu mới sẽ là bao nhiêu?

Vốn huy động bằng phát hành cổ phiếu mới phải được sử dụng sao cho cổ tức của các cổ đông cũ ít nhất không bị giảm.

Nếu:

$P_n$ : Là giá thuần của một cổ phiếu.

$K_e$ : Là chi phí của cổ phiếu mới.

$D_t$ : là cổ tức mong đợi trong năm thứ  $t$ .

$F$ : là chi phí phát hành.

Ta có:

$$P_n = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + K_e)^t}$$

Giá thuần mỗi cổ phiếu mới doanh nghiệp thu được là  $P_n = P_o (1-F)$ .

Theo các giả thiết đã nêu trên, tỷ lệ tăng trưởng của cổ tức là  $g = 8\%$ , ta có thể viết:

$$P_o(1-F) = \frac{D_1}{K_e - g}$$

Từ đó chi phí của cổ phiếu mới sẽ là :

$$K_e = \frac{D_1}{P_o(1-F)} + g$$

Giả sử doanh nghiệp A có một chi phí phát hành là 10%, chi phí vốn cổ phần mới được tính như sau:

$$K_e = \frac{1,242}{23(1-0,1)} + 8\% = 14\%$$

Các nhà đầu tư đòi hỏi một tỷ lệ lợi tức  $K_s = 13,4\%$  đối với cổ phiếu. Tuy nhiên, vì doanh nghiệp phải trả chi phí phát hành nên cần phải đạt được một tỷ lệ lợi tức cao hơn, trong trường hợp này là 14%. Nếu doanh nghiệp đạt được tỷ lệ lợi tức trên 14% đối với vốn huy động được từ cổ phiếu mới thì lợi nhuận trên mỗi cổ phần sẽ tăng so với mức lợi nhuận mong đợi trước đây, cổ tức mong đợi có thể tăng và kết quả là thị giá cổ phiếu sẽ tăng. Nếu tỷ lệ lợi tức của doanh nghiệp dưới 14% thì thị giá cổ phiếu sẽ giảm.

Có thể làm rõ hơn ảnh hưởng của chi phí phát hành qua ví dụ sau:

Giả sử một doanh nghiệp có 100.000 đv tài sản và không có nợ, doanh nghiệp có thể kiếm được 15% lợi tức (15.000 đv) trên tài sản và doanh nghiệp phải trả cả lợi nhuận với tư cách là cổ tức, tỷ lệ tăng trưởng cổ tức bằng không. Doanh nghiệp đã bán 1000 cổ phiếu vì vậy:

$EPS$  (earning per share) =  $DPS$  (dividend per share) = 15 đv.

Và  $P_o = 100$  đv, lợi tức trên vốn chủ sở hữu là:

$$K_e = \frac{15}{100} + 0\% = 15\%$$

Giả sử doanh nghiệp đạt được 15% lợi tức từ những tài sản mới. Doanh nghiệp có thể bán cổ phiếu mới để mua tài sản này không? Nếu doanh nghiệp đã bán 1000 cổ phiếu mới cho công chúng với giá 100 đv một cổ phiếu, doanh nghiệp phải chịu 10% chi phí phát hành, do đó, thu được giá trị ròng  $100 - 0,1 \times 100 = 90$  đv một cổ phiếu hay tổng số vốn nhận được là 90.000 đv. Tổng số lợi nhuận mới sẽ là 28.500 đv, trong đó, số lợi nhuận thu được từ tài sản cũ là 15.000 đv và số lợi nhuận tăng thêm từ tài sản mới là 13.500 đv. Như vậy, với tổng số cổ phiếu đã bán là 2000, lợi nhuận trên một cổ phiếu và cổ tức trên một cổ phiếu sẽ giảm từ 15 đv xuống 14,25 đv.

$$\text{EPS mới} = \text{DPS mới} = \frac{28.500}{2000} = 14,25 \text{ đv}$$

Vì EPS và DPS giảm, giá của cổ phiếu cũng sẽ giảm từ  $P_0 = 100$  đv xuống  $P_1 = 14,25 \text{ đv} / 0,15 = 95$  đv. Nguyên nhân là do doanh nghiệp chỉ nhận được 90 đv cho mỗi cổ phần. Điều đó cho thấy rằng 90 đv phải kiếm được nhiều hơn 15% để cung cấp cho các nhà đầu tư với tỷ lệ lợi tức 15% trên 100 đv họ đã đặt giá.

Bây giờ giả sử doanh nghiệp kiếm được tỷ lệ lợi tức  $K_e$  từ 90.000 đv tài sản mới.

$$\begin{aligned} K_e &= \frac{D_1}{P_0(1-F)} + g \\ &= \frac{15}{100(1-0,1)} + 0\% = 16,667\% \end{aligned}$$

Vì vậy, sẽ có tình hình mới:

$$\text{Tổng lợi nhuận mới} = 15.000 \text{ đv} + 90.000 \text{ đv} \times 0,16667 = 30.000 \text{ đv.}$$

$$\text{EPS và DPS mới} = 30.000 \text{ đv} / 2.000 = 15 \text{ đv.}$$

$$\text{Giá mới} = 15 \text{ đv} / 0,15 = 100 \text{ đv} = P_0.$$

Như vậy, nếu tỷ lệ lợi tức đối với tài sản mới tương đương với  $K_e$  như được tính như trên, thì EPS, DPS và giá cổ phiếu sẽ không đổi. Nếu tỷ lệ lợi tức đối với tài sản mới vượt quá  $K_e$ , thì EPS, DPS và  $P_0$  sẽ tăng. Điều này xác nhận một thực tế rằng, do phải trả chi phí phát hành, chi phí của vốn cổ phần mới cao hơn chi phí của lợi nhuận không chia.

### **6.2.3. Chi phí trung bình của vốn**

Mỗi doanh nghiệp đều muốn đạt tới một cơ cấu vốn tối ưu nhằm tối đa hoá giá trị cổ phiếu của doanh nghiệp. Giả sử rằng, doanh nghiệp đã thiết lập một cơ cấu vốn tối ưu và coi đó là cơ cấu vốn mục tiêu, doanh nghiệp sẽ tài trợ sao cho đảm bảo được cơ cấu vốn mục tiêu đó.

Tỷ lệ nợ, cổ phần ưu tiên, cổ phần thường cùng với chi phí cơ cấu của vốn được sử dụng để tính chi phí bình quân gia quyền của vốn (WACC). Để minh hoạ, giả sử doanh nghiệp A có một cơ cấu vốn mục tiêu: 45% nợ, 2% cổ phần ưu tiên, 53% vốn cổ phần thường (gồm lợi nhuận không chia cộng với cổ phiếu thường). Chi phí nợ trước thuế  $K_d = 10\%$ , chi phí nợ sau thuế  $= 10\% (1 - 0,4) = 6\%$ , chi phí cổ phần ưu tiên  $K_p$  là 10,3%, chi phí lợi nhuận không chia,  $K_s = 13,4\%$ , thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp là 40% và doanh nghiệp sẽ giữ toàn bộ lợi nhuận để tái đầu tư. Người ta sẽ tính WACC như sau:

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= W_d.K_d (1-T) + W_p \times K_p + W_s \times K_s \\ &= 0,45 \times 6\% + 0,02 \times 10,3\% + 0,53 \times 13,4\% = 10\%. \end{aligned}$$

Ở đây  $W_d$ ,  $W_p$ ,  $W_s$  tương ứng là tỉ trọng của nợ, tỉ trọng vốn cổ phần ưu tiên và tỉ trọng vốn cổ phần thường.

Như vậy, một đồng vốn mới doanh nghiệp A tạo được bao gồm 45 xu nợ với chi phí sau thuế là 6%, 2 xu vốn cổ phần ưu tiên với chi phí 10,3% và 53 xu vốn cổ phần thường (từ lợi nhuận không chia) với chi phí 13,4%. Chi phí trung bình của một đồng vốn là 10%.

### **6.2.4. Chi phí cận biên của vốn**

Chi phí cận biên của bất kỳ một khoản mục nào là chi phí của một đơn vị tăng thêm của khoản mục đó. Khái niệm như vậy cũng được áp dụng đối với vốn. Khi doanh nghiệp cố gắng thu hút những đồng vốn mới chi phí của mỗi đồng vốn tại một thời điểm nào đó sẽ tăng lên. Vì vậy, chi phí cận biên của vốn (MCC) được định nghĩa như là chi phí của đồng vốn mới cuối cùng mà doanh nghiệp huy động và chi phí cận biên sẽ tăng khi càng nhiều vốn được huy động trong một giai đoạn nào đó.

Có thể sử dụng số liệu giả định của doanh nghiệp A đã nêu trên để minh hoạ cho khái niệm chi phí cận biên của vốn.

Cơ cấu vốn mục tiêu của doanh nghiệp như sau:

Nợ dài hạn:	754.000.000	45%
Cổ phần ưu tiên:	40.000.000	2%
Cổ phần thường:	869.000.000	53%
Tổng vốn:	1.690.000.000	100%

$K_d = 10\%$ ;  $K_p = 10,3\%$ ;  $T = 40\%$ ;  $P_o = 23$  đv;  $g = 8\%$ ;  $D_o = 1,15$  đv

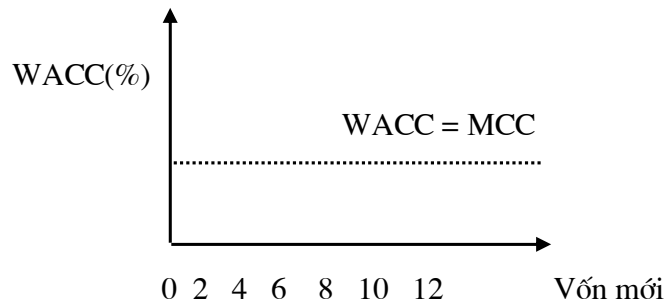
$D_1 = D_o(1+g) = 1,15 \text{ đv}(1+0,08) = 1,242$  đv.

$$K_s = \frac{D_1}{P_o} + g = \frac{1,242}{23} + 0,08 = 13,4\%$$

Trên cơ sở những số liệu này, chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC) = 10%.

Một đồ thị chỉ ra WACC thay đổi như thế nào khi ngày càng nhiều vốn mới được huy động trong một năm cho trước gọi là đường chi phí vốn cận biên (MCC).

Những dấu chấm phản ánh những đồng vốn được huy động và vì mỗi đồng vốn mới có một chi phí là 10% nên chi phí cận biên của vốn (MCC) của doanh nghiệp A cố định ở 10%



Như vậy liệu doanh nghiệp A có huy động được một khối lượng vốn mới giới hạn tại chi phí 10% không? Đương nhiên câu trả lời là không. Đây là một vấn đề thực tiễn, khi một doanh nghiệp huy động vốn với số lượng ngày càng nhiều hơn trong một thời gian nào đó, thì chi phí nợ, chi phí cổ phần ưu tiên và chi phí cổ phần thường bắt đầu tăng và khi đó, chi phí bình quân gia quyền của một đồng vốn mới cũng sẽ tăng.

Một vấn đề đặt ra là khi nào điểm này xuất hiện ở doanh nghiệp A.



Trên Bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp, tổng vốn dài hạn là 1.690.000.000 đv, tất cả vốn này được huy động trong quá khứ và nó đã được đầu tư vào tài sản đang được sử dụng cho hoạt động. Vốn mới (hoặc vốn cận biên) sẽ được giả định là huy động sao cho duy trì quan hệ nợ/vốn cổ phần ưu tiên/vốn cổ phần thường là 45/2/53. Vì vậy, nếu doanh nghiệp A muốn huy động 1.000.000 đv vốn mới sẽ gồm: 450.000 đv nợ, 20.000 đv cổ phần ưu tiên và 530.000 đv cổ phần thường. Cổ phần thường mới có thể lấy từ hai nguồn:

- Lợi nhuận không chia và phát hành cổ phiếu thường mới.

Chi phí nợ trước thuế 10%, chi phí nợ sau thuế 6%, cổ phần ưu tiên sẽ có một chi phí là 10,3%, chi phí của cổ phần thường sẽ là 13,4% với điều kiện là vốn cổ phần được huy động từ lợi nhuận không chia, nhưng nó sẽ lên đến 14% khi doanh nghiệp sử dụng hết lợi nhuận không chia và phát hành thêm cổ phiếu thường mới.

Đầu tiên hãy xem xét trường hợp tất cả vốn cổ phần mới được lấy từ lợi nhuận không chia. Cổ phiếu của doanh nghiệp A được bán với giá 23 đv, cổ tức năm trước  $D_0 = 1,15$  đv, cổ tức mong đợi năm tiếp theo là 1,24 đv và tỷ lệ tăng trưởng là 8%. Vì vậy, chúng ta ước lượng tỷ lệ lợi tức mong đợi và yêu cầu đối với vốn cổ phần thường  $K_s$  sẽ là 13,4%

$$K_s = \frac{D_1}{P_0} + g = \frac{1.24}{23} + 0,08 = 13,4\%$$

Giả sử rằng doanh nghiệp A sẽ mở rộng kinh doanh và lợi nhuận không chia không đủ để đáp ứng nhu cầu đó thì doanh nghiệp phải phát hành cổ phiếu thường mới. Do chi phí phát hành là 10%, chi phí vốn cổ phần của doanh nghiệp A khi đó sẽ tăng từ 13,4% lên 14%.

$$K_s = \frac{D_1}{P_0(1-F)} + g = \frac{1.24}{23 \times 0,9} + 0,08 = 14\%$$

Doanh nghiệp A sẽ thu được 20,7 đv khi bán một cổ phiếu mới và phải kiếm được 14% lãi từ 20,7 đv. Khi đó, chi phí bình quân gia quyền của vốn sẽ thay đổi theo bảng sau:

## Chương 6: Chi phí vốn và cơ cấu vốn

\* WACC khi vốn cổ phần được lấy từ lợi nhuận không chia

	Tỉ lệ	Chi phí cơ cấu	
	(1)	(2)	(1)5(2)
Nợ	0,45	6%	2,7%
Cổ phần ưu tiên	0,02	10,3%	0,2%
Cổ phần thường (lợi nhuận không chia)	0,53	13,4%	7,1%

$$WACC1=10\%$$

WACC khi vốn cổ phần được huy động bằng phát hành cổ phiếu thường mới.

	Tỷ lệ	Chi phí cơ cấu	
	(1)	(2)	(1) 5 (2)
Nợ	0,45	6%	2,7%
Cổ phần ưu tiên	0,02	10,3%	0,2%
Cổ phần thường (cổ phiếu mới)	0,53	14%	7,4%

$$WACC1=10,3\%$$

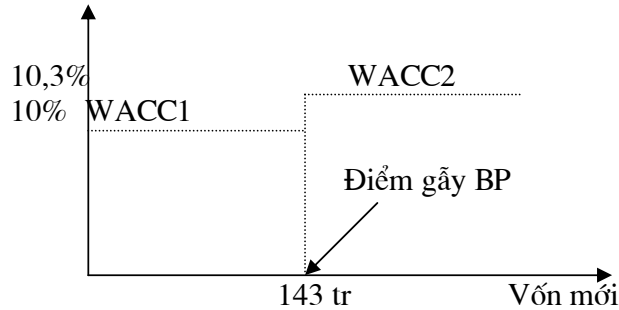
Như vậy, WACC đã tăng từ 10% lên 10,3% khi doanh nghiệp sử dụng hết lợi nhuận không chia và buộc phải bán cổ phiếu thường mới. Ta có thể nghiên cứu ví dụ cụ thể sau để chỉ ra điểm bắt đầu tăng trên đường MCC.

Giả sử doanh nghiệp A mong đợi tổng lợi nhuận 137,8 triệu đv năm 1998 và tỷ lệ trả cổ tức là 45%, lợi nhuận không chia được hoạch định là:  $137,8 (1 - 0,45) = 75,8$  triệu đv. Mặt khác, doanh nghiệp muốn duy trì một cơ cấu vốn tốt nhất (tức là theo tỉ lệ nợ, cổ phiếu ưu tiên, cổ phiếu thường là 45: 2: 53) thì 75,8 triệu đv lợi nhuận không chia sẽ tương ứng với lượng vốn huy động là 143 triệu đv:

$$\frac{75,8}{0,53} = 143 \text{ triệu đv}$$

Như vậy điểm mà vốn được huy động là 143 triệu hay BP =143 triệu được gọi là điểm thay đổi (điểm gãy), tức là lượng vốn giới hạn mà tại đó có sự thay đổi trên đường MCC. Ta có thể minh họa trên sơ đồ sau:

Chi phí bình quân gia quyền của vốn



Đồ thị trên mô tả đường chi phí vốn cận biên. Mỗi đơn vị có chi phí bình quân gia quyền là 10% cho đến khi doanh nghiệp huy động được tổng số là 143 triệu đv: bao gồm 64,3 triệu nợ mới với chi phí sau thuế là 6%; 2,9 triệu đv là cổ phần ưu tiên với chi phí là 10,3% và 75,8 triệu lợi nhuận không chia với chi phí là 13,4%. Nếu doanh nghiệp A huy động 1 đv vượt quá 143 triệu đv thì mỗi đv vốn mới sẽ gồm 53 xu vốn cổ phần bằng bán cổ phiếu thường mới tại chi phí 14%. Vì vậy, WACC tăng từ 10% lên tới 10,3% như tính toán ở bảng trên.

Đến đây ta có thể đặt một câu hỏi khác, có thể có những điểm gãy khác trên đường MCC nữa không? Câu trả lời là có.

Ví dụ: Giả sử doanh nghiệp A chỉ có thể được vay nợ tối đa 90 triệu đv tại lãi suất 10%. Với những khoản nợ tăng thêm, chi phí phải trả sẽ là 12%. Điều này sẽ dẫn tới điểm gãy thứ hai trên đường MCC. Tại đó, 90 triệu đv với lãi suất 10% được sử dụng hết. Nếu chúng ta ký hiệu BPo là tổng tài trợ tại điểm gãy thứ hai thì chúng ta biết rằng 45% hay 0,45 của BPo sẽ là nợ, vì vậy.

$$0,45 \times \text{BPo} = 90.000.000 \text{ đv}$$

$$\text{BPo} = 200.000.000 \text{ đv}$$

Vì vậy, sẽ có một điểm gãy khác trên đường MCC. Sau khi doanh nghiệp A đã huy động 200 triệu đv và điểm gãy thứ hai này có được do tăng chi phí nợ.

Như đã biết, từ 0 đv đến 143 triệu đv vốn mới, WACC là 10%, khi vượt quá 143 triệu WACC tăng lên đến 10,3%. Sau đó, tại 200 triệu đv vốn

### Chương 6: Chi phí vốn và cơ cấu vốn

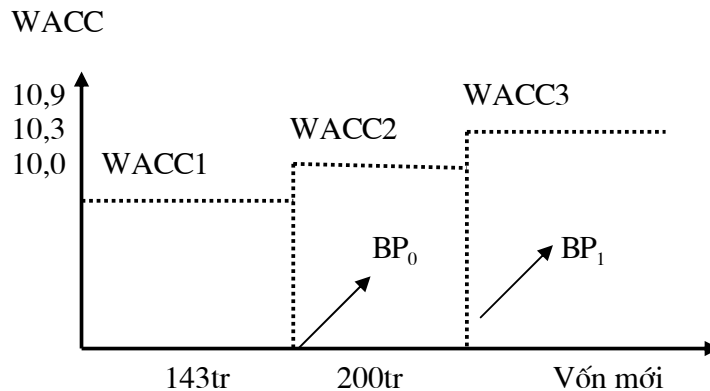
mới, WACC tăng lên 10,9% như là kết quả của sự tăng Kd từ 10% lên 12%. Chi phí của nợ sau thuế sẽ tăng từ 6% lên  $12\% \times 0,6 = 7,2\%$ .

Chỉ tiêu	Tỷ lệ	Chi phí cơ cấu	
	(1)	(2)	(1)x(2)
Nợ	0,45	7,2%	3,24%
Cổ phần ưu tiên	0,02	10,3%	0,21%
<b>Cổ phần thường</b>	0,53	14%	7,42%

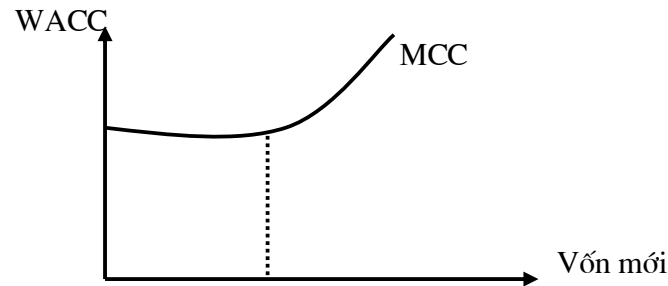
$$WACC1 = 10,9\%$$

Nói cách khác, đồng vốn vượt quá 200 triệu sẽ bao gồm 45 xu nợ với lãi suất 12% (7,2% sau thuế), 2 xu cổ phần ưu tiên với lãi suất 10,3% và 53 xu cổ phần thường mới với lãi suất 14%, và đồng vốn cận biên này sẽ có một chi phí  $WACC3 = 10,9\%$ .

Có thể mô tả bằng đồ thị sau:



Liệu còn có các điểm gãy khác nữa trên đường MCC không? Tất nhiên là có khi mà lượng vốn tiếp tục tăng đến một giới hạn nào đó, chi phí của một cơ cấu tăng lên làm cho WACC tăng lên. Người ta thấy rằng có thể có rất nhiều điểm gãy xuất hiện gần như liên tục. Do vậy, có thể vẽ một đường MCC đó như sau:



Toàn bộ phần trên đã trình bày chi phí vốn khi không có sự thay đổi cơ cấu vốn của doanh nghiệp. Tuy nhiên, trong thực tế, cơ cấu vốn của doanh nghiệp có thể thay đổi và đây cũng là nguyên nhân làm thay đổi chi phí vốn.

Nói chung, doanh nghiệp bắt đầu sử dụng các nguồn tài trợ có chi phí thấp nhất, nhưng khi đã hết các nguồn tài trợ có chi phí thấp, doanh nghiệp phải trông cậy vào các nguồn vốn khác có chi phí cao hơn. Điều đó làm cho chi phí cận biên của vốn tăng lên.

Ví dụ:

Doanh nghiệp A xem xét các dự án đầu tư sau:

Dự án	Số tiền( triệu đv)	Tỷ suất doanh lợi(%)
A	50	13,0
B	50	12,5
C	80	12,0
D	80	10,2

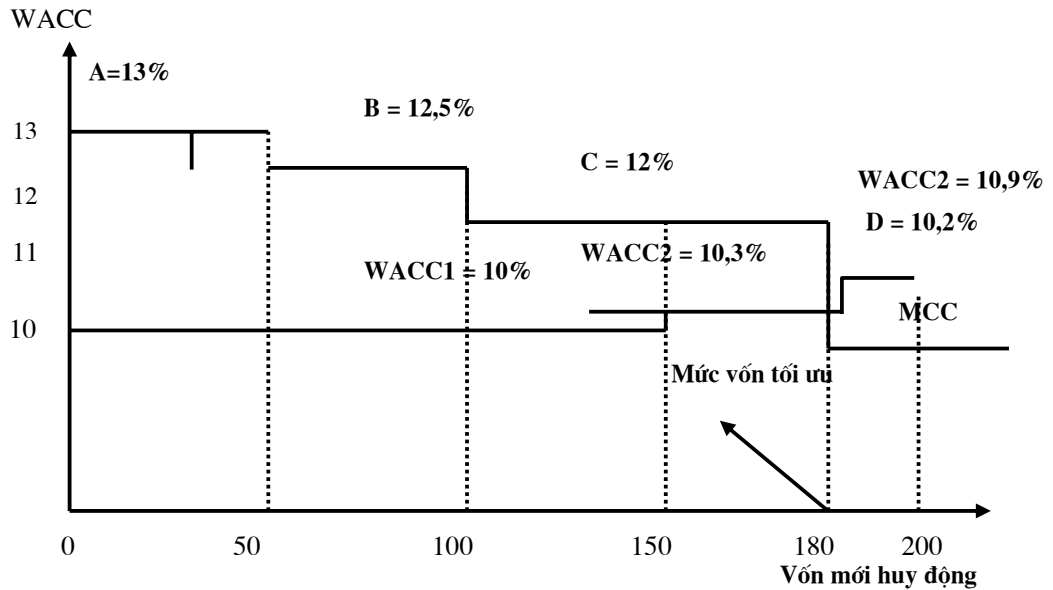
Chi phí vốn của doanh nghiệp A là:

10 % đến 143 triệu đv.

10,3% đến 200 triệu đv.

10,9% trên 200 triệu đv.

Vậy mức vốn đầu tư tối đa của doanh nghiệp A sẽ là bao nhiêu?



Trong trường hợp của doanh nghiệp A, mức vốn đầu tư tối đa ứng với 180 triệu đv, tức là doanh nghiệp có thể thực hiện các dự án A,B,C và từ chối dự án D.

Chi phí vốn có tầm quan trọng đặc biệt đối với doanh nghiệp, được sử dụng là căn cứ để lựa chọn tỷ lệ chiết khấu khi quyết định đầu tư.

### 6.3. Cơ cấu vốn của doanh nghiệp

#### 6.3.1. Mục tiêu cơ cấu vốn

Sau khi nghiên cứu chi phí vốn và phân tích một số nhân tố, việc tiếp theo là thiết lập cơ cấu vốn hợp lý. Mục tiêu này có thể thay đổi theo thời gian khi những điều kiện thay đổi, nhưng tại bất kỳ thời điểm nào cho trước, ban quản lý doanh nghiệp đều có một cơ cấu vốn nhất định và những quyết định tài trợ phải thích hợp với mục tiêu này. Nếu tỷ lệ nợ thực tế lớn hơn tỷ lệ nợ mục tiêu, cổ phiếu sẽ có thể được bán.

Chính sách cơ cấu vốn liên quan tới mối quan hệ giữa lợi nhuận và rủi ro. Việc tăng sử dụng nợ làm tăng rủi ro đối với thu nhập và tài sản của chủ sở hữu, do đó, các cổ đông sẽ có xu hướng đòi hỏi tỷ lệ lợi tức đền bù cao hơn. Điều này làm giảm giá của cổ phiếu. Nhằm đáp ứng mục tiêu tối đa hoá

giá trị tài sản của chủ sở hữu, cơ cấu vốn tối ưu cần đạt được sự cân bằng giữa rủi ro và lợi nhuận. Có bốn nhân tố tác động đến những quyết định về cơ cấu vốn:

*Thứ nhất*, rủi ro kinh doanh. Đây là loại rủi ro tiềm ẩn trong tài sản của doanh nghiệp. Rủi ro kinh doanh càng lớn, tỷ lệ nợ tối ưu càng thấp.

*Thứ hai*, chính sách thuế. Thuế thu nhập doanh nghiệp có ảnh hưởng đến chi phí của nợ vay thông qua điều tiết phân tiết kiệm nhờ thuế. Thuế suất cao sẽ khuyến khích doanh nghiệp sử dụng nợ do phân tiết kiệm nhờ thuế tăng lên.

*Thứ ba*, khả năng tài chính của doanh nghiệp, đặc biệt là khả năng tăng vốn một cách hợp lý trong điều kiện có tác động xấu. Các nhà quản lý tài chính biết rằng tài trợ vốn vững chắc là một trong những điều kiện cần thiết để doanh nghiệp hoạt động ổn định và có hiệu quả. Họ cũng biết rằng khi thực hiện chính sách tiền tệ thắt chặt trong nền kinh tế hoặc khi một doanh nghiệp đang trải qua những khó khăn trong hoạt động, những nhà cung ứng vốn muốn tăng cường tài trợ cho những doanh nghiệp có tình hình tài chính lành mạnh. Như vậy, nhu cầu vốn tương lai và những hậu quả thiếu vốn có ảnh hưởng quan trọng đối với mục tiêu cơ cấu vốn.

*Thứ tư*, sự “bảo thủ” hay “phóng khoáng” của nhà quản lý. Một số nhà quản lý sẵn sàng sử dụng nhiều nợ hơn, trong khi đó, một số khác lại muốn sử dụng vốn chủ sở hữu.

Bốn nhân tố trên tác động rất lớn đến mục tiêu cơ cấu vốn. Với mỗi doanh nghiệp, cơ cấu vốn tối ưu tại mỗi thời điểm khác nhau là khác nhau. Nhiệm vụ của các nhà quản lý là xác định và đảm bảo kết cấu vốn tối ưu.

### **6.3.2. Xác định cơ cấu vốn mục tiêu**

Có thể minh họa những ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính qua số liệu trong bảng 6-1 đối với doanh nghiệp B. Trong phần đầu của bảng, doanh nghiệp không sử dụng nợ, doanh nghiệp nên tiếp tục chính sách không sử dụng nợ? Nếu doanh nghiệp quyết định sử dụng nợ thay cho cổ phần thường, thì nên thực hiện ở mức độ nào? Câu trả lời sẽ là doanh nghiệp nên chọn một cơ cấu vốn mà nó sẽ tối đa hoá giá trị cổ phiếu của doanh nghiệp.

## **Chương 6: Chi phí vốn và cơ cấu vốn**

Hãy bắt đầu bằng việc phân tích những ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính (Nợ) tới lợi nhuận trước lãi và thuế (EBIT) và tới lợi nhuận trên một cổ phiếu (EPS).

Những thay đổi trong việc sử dụng nợ sẽ dẫn đến thay đổi lợi nhuận trên một cổ phiếu và thay đổi giá cổ phiếu. Để hiểu được quan hệ giữa đòn bẩy tài chính và lợi nhuận trên một cổ phiếu, chúng ta hãy xem xét bảng b và sẽ rõ chi phí của nợ sẽ thay đổi như thế nào nếu doanh nghiệp sử dụng tỉ lệ nợ khác nhau trong cơ cấu vốn. Rõ ràng là tỉ lệ nợ càng cao, rủi ro càng cao. Vì vậy, người cho vay sẽ đòi hỏi lãi suất càng cao.

### **Bảng 6-1 Số liệu về doanh nghiệp B.**

#### **I. Bảng cân đối kế toán ngày 31/12/N**

Tài sản lưu động	100.000 đv	Nợ	0 đv
Tài sản cố định	100.000 đv	Cổ phiếu thường	200.000 đv
Tổng tài sản	200.000 đv	Tổng vốn chủ và nợ	200.000 đv

#### **II. Báo cáo Kết quả kinh doanh năm N**

Doanh thu	200.000 đv
Chi phí cố định	40.000 đv
Chi phí biến đổi	120.000 đv
Tổng chi phí	160.000 đv
Lợi nhuận trước lãi vay và thuế	40.000 đv
Lãi tiền vay	0đ
Lợi nhuận trước thuế	40.000đv
Thuế ( 40%)	16.000 đv
Lợi nhuận sau thuế	24.000 đv

#### **III. Những số liệu khác**

$EPS = 24.000/10.000$  cổ phần = 2,4 đv

Lợi tức cổ phần DPS  $24.000/10.000 = 2,4$  đv

Giá trị theo sổ sách của một cổ phần =  $200000/10000 = 20$  đv



Giá trị thị trường của một cổ phiếu =  $P_0 = 20$  đv

Tỷ lệ giá trên lợi nhuận của một cổ phiếu =  $20 \text{ đv} / 2,4 \text{ đv} = 8,33$

Bảng 6-2: Lãi suất cho doanh nghiệp B trong những trường hợp tỉ lệ nợ trên tài sản khác nhau.

Số lượng vay ( đv)	Tỷ lệ nợ trên tài sản	Lãi suất
20.000	10%	8%
40.000	20%	8,3%
60.000	30%	9%
80.000	40%	10%
100.000	50%	12%
120.000	60%	15%

Giả định rằng doanh nghiệp B phải vay số tiền ban đầu là 20.000 đv và không có khả năng vay hơn 120.000 đv.

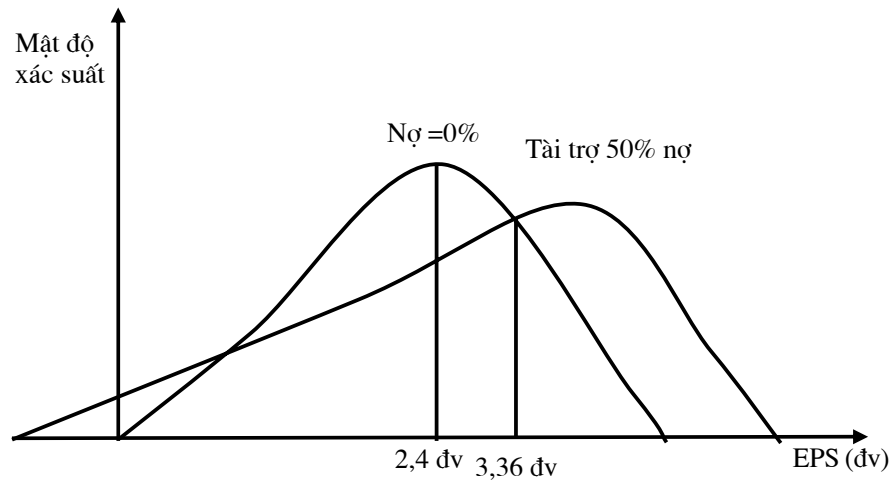
Bây giờ chúng ta hãy xem xét bảng 6-3, EPS mong đợi biến đổi như thế nào cùng với những thay đổi của đòn bẩy tài chính.

Bảng 6-3 ( Đơn vị tính 1000 đv, trừ TN trên cổ phiếu).

<b>I. Tính EBIT</b>			
Xác suất khối lượng được bán	0,2	0,6	0,2
Doanh thu	100	200	300
Chi phí cố định	40	40	40
Chi phí biến đổi (60% doanh thu)	60	120	180
Tổng chi phí (không kể lãi vay)	100	160	220
EBIT	0	40	80
<b>II. Tình hình nếu nợ / tài sản (D/A) = 0%</b>			
EBIT	0	40	80
Trừ lãi vay	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế (EBIT)	0	40	80
Thuế TN (40%)	0	16	32
Thu nhập sau thuế	0	24	48
EPS (10.000 cổ phiếu)	0	2,4	4,8
EPS mong đợi		2,4	
Độ lệch chuẩn của EPS		1,52	
Hệ số biến đổi( CV)		0,63	

III. Tình hình nếu D/A =50 %			
EBIT	0	40	80
Trừ lãi (0,12 x100.000 đv)	12	12	12
EBIT	12	28	68
Thuế TN (40%)	4,8	11,2	27,2
Thu nhập sau thuế)	7,2	16,8	40,8
EPS (5.000 cổ phần)	1,44	3,36	8,16
EPS mong đợi		3,36	
Độ lệch chuẩn EPS		3,04	
Hệ số biến đổi CV		0,90	

Sự phân bố EPS trong hai trường hợp cơ cấu nợ khác nhau được biểu diễn trên đồ thị sau:



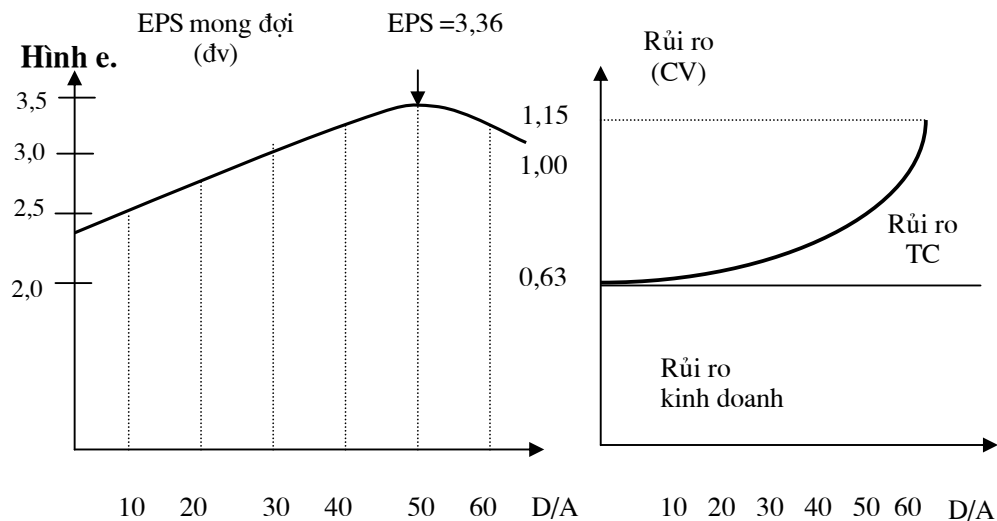
Ở đây chúng ta sử dụng đường biểu diễn liên tục mà không chỉ vẽ đồ thị rải rác bao gồm số liệu trong bảng c. Ta thấy EPS mong đợi cao hơn nhiều nếu đòn bẩy tài chính được sử dụng.

Một cách nhìn khác về quan hệ giữa EPS mong đợi, rủi ro và đòn bẩy tài chính được thể hiện trong hình e. Hình này được vẽ dựa vào số liệu của bảng d dưới đây.

**Bảng d.**

Tỷ lệ Nợ/Tài sản (%)	EPS mong đợi (đv)	Độ lệch chuẩn của EPS (đv)	Hệ số biến đổi CV
D/A			
0	2,40	1,52	0,63
10	2,56	1,69	0,66
10	2,75	1,9	0,69
30	2,95	2,17	0,73
40	3,2	2,53	0,79
50	3,36	3,04	0,9
60	3,3	3,79	1,15

(Những số liệu này dựa theo cách tính từ bảng 6-3).



Như vậy chúng ta thấy EPS mong đợi tăng cho đến khi doanh nghiệp được tài trợ bằng 50% nợ. Khi nợ tăng lên, lãi suất sẽ tăng nhưng ảnh hưởng này không mạnh bằng ảnh hưởng của giảm số cổ phiếu. Tuy nhiên, EPS được tối đa hoá tại tỷ lệ nợ là 50%. Khi tỷ lệ nợ > 50%, lãi suất sẽ tăng nhanh, EPS sẽ giảm mặc dù số cổ phiếu vẫn giảm.

Sử dụng đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng tốt lẫn xấu. Đòn bẩy tài chính càng cao sẽ càng làm tăng EPS mong đợi (trong ví dụ trên, cho đến khi D/A = 50%) nhưng cũng làm tăng rủi ro của doanh nghiệp. Rõ ràng tỷ lệ nợ

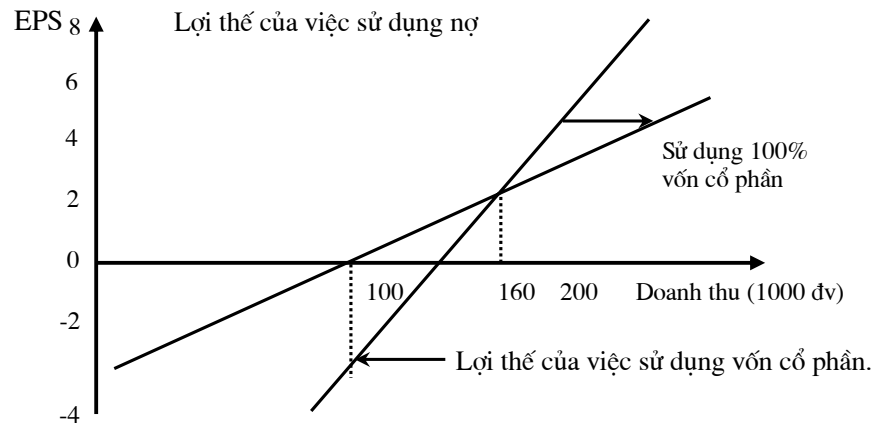
không nên vượt quá 50%, nhưng trong phạm vi từ 0 - 50%, tỉ lệ này nên là bao nhiêu? Đây cũng là một điểm mấu chốt trong mục này.

**\* Phân tích điểm đẳng lợi EPS**

Một cách khác xem xét hai phương pháp huy động vốn của doanh nghiệp kể trên được thể hiện trong hình g - mô tả điểm đẳng lợi EPS. Đó là điểm mà tại đó EPS là như nhau bất kể doanh nghiệp sử dụng nợ hay vốn cổ phần. Tại mức doanh thu thấp, EPS cao hơn nhiều nếu vốn cổ phần được sử dụng nhiều hơn nợ. Tuy nhiên, đường biểu diễn nợ dốc hơn phản ánh EPS sẽ tăng nhanh hơn mức tăng doanh thu nếu nợ được sử dụng. Hai đường cắt nhau tại mức doanh thu bằng 160.000 đv. Dưới mức đó EPS sẽ cao hơn nếu doanh nghiệp sử dụng nhiều vốn cổ phần hơn, trên mức đó, sử dụng nợ sẽ cho EPS cao hơn.

Nếu chúng ta chắc chắn rằng, doanh thu không bao giờ giảm dưới mức 160.000 đv thì sử dụng trái phiếu sẽ là phương pháp được ưa chuộng hơn để tài trợ cho sự tăng tài sản.

Hình g.



**\* Ảnh hưởng của cơ cấu vốn đến giá cổ phiếu và chi phí vốn**

**Bảng e**

Nợ/Tài sản (D/A)	Lãi suất nợ Kd	EPS mong đợi	Hệ số bê ta dự đoán ( $\beta$ )	$K_s = L_{rf} + (K_m - K_{rf})\beta$	Giá cổ phiếu dự đoán	Chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC)
0%		2,4	1,5	12%	20	12%
10%	8%	2,56	1,55	12,2%	20,98	11,46%
20%	8,2%	2,75	1,65	12,6%	21,83	11,08%
30%	9%	2,97	1,8	13,2%	22,5	10,86%
40%	10%	3,2	2	14%	22,86	10,08%
50%	12%	3,36	2,3	15,2%	22,11	11,2%
60%	15%	3,3	2,7	16,8%	19,64	12,12%

Ở đây, chúng ta nhận thấy, cơ cấu vốn tối đa hoá giá trị cổ phiếu của doanh nghiệp có tỉ lệ nợ thấp hơn tỉ lệ nợ trong cơ cấu vốn tối đa hoá EPS mong đợi. Trong bảng e, giá dự đoán của cổ phiếu, chi phí vốn bình quân gia quyền được xác định tại những tỉ lệ nợ khác nhau. Lãi suất nợ và EPS được lấy từ bảng 6-2 và hình e.

Doanh nghiệp B trả tất cả lợi nhuận cho cổ đông dưới dạng cổ tức, vì vậy  $EPS = DPS$ .

Chúng ta giả sử lãi suất không rủi ro  $L_{rf} = 6\%$ , lãi suất cổ phiếu có độ rủi ro trung bình  $K_m = 10\%$ . Vậy, tại tỷ lệ  $D/A = 0\%$ ,  $K_s = 12\%$ . Vì tất cả lợi nhuận được trả dưới dạng cổ tức nên không có lợi nhuận không chia và sự tăng trưởng EPS và DPS bằng 0. Vì thế, mô hình giá cổ phiếu có mức tăng trưởng bằng 0 được tính như sau.

$$P_0 = DPS / K_s = 20 \text{ đv (cho trường hợp đầu tiên).}$$

Để tính WACC có thể sử dụng công thức:

$$WACC = W_d \times K_d(1-T) + W_s K_s$$

Trường hợp  $D/A = 40\%$ ,  $WACC = 10,08\%$ . Hệ số bê ta ở cột 4 là số dự đoán. Hệ số bê ta của một loại cổ phiếu đo lường sự biến đổi tương đối về mức độ rủi ro của nó so với cổ phiếu có độ rủi ro trung bình. Cả lý thuyết và

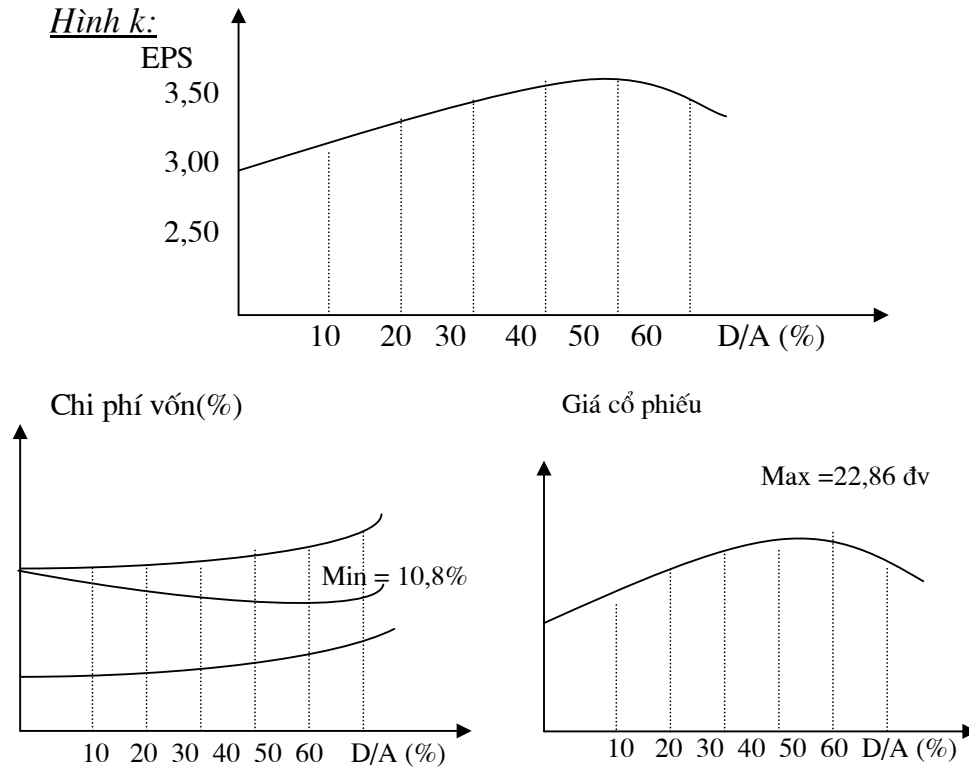
## Chương 6: Chi phí vốn và cơ cấu vốn

thực nghiệm đều chỉ ra rằng hệ số bê ta của một doanh nghiệp tăng cùng với mức độ đòn bẩy tài chính.

Chúng ta thấy rằng giá cổ phiếu mong đợi đầu tiên tăng cùng với mức độ đòn bẩy tài chính và đạt đến đỉnh cao 22,86 đv tại tỷ lệ nợ là 40% và 60% vốn cổ phần.

Ta có thể quan sát điều này một cách cụ thể qua hình k:

Hình k:



Như vậy, những số liệu được giả định ở trên đã cho thấy: cơ cấu vốn tối ưu của doanh nghiệp B là 40% nợ vay và 60% vốn cổ phần.

## **CÂU HỎI ÔN TẬP**

1. Cơ cấu vốn và chi phí vốn của doanh nghiệp. Nhận xét về cơ cấu vốn của các doanh nghiệp Việt Nam hiện nay?
2. Nhận xét vấn đề chi phí vốn ở Việt Nam hiện nay.
3. Phân biệt vốn tự có, vốn chủ sở hữu, vốn pháp định, vốn điều lệ của doanh nghiệp.
4. Cách xác định chi phí vốn trung bình của doanh nghiệp.
5. Phân tích mối quan hệ giữa chi phí vốn và tỷ lệ chiết khấu được sử dụng trong đánh giá hiệu quả tài chính dự án đầu tư.
6. Mức “Thu sử dụng vốn ngân sách Nhà nước” ở Việt Nam được quy định giảm, khoản thu này có xu hướng bị loại bỏ. Hãy bình luận.

## **CHƯƠNG 7**

# **DOANH THU, CHI PHÍ VÀ LỢI NHUẬN CỦA DOANH NGHIỆP**

Nghiên cứu doanh thu và chi phí trong doanh nghiệp giúp chúng ta xác định kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp và phân biệt khái niệm doanh thu - chi phí và thu - chi mà trên thực tế đôi khi vẫn bị nhầm lẫn.

Doanh thu và chi phí được phản ánh trên báo cáo kết quả kinh doanh và được sử dụng để xác định kết quả hoạt động của doanh nghiệp.

Thu, chi phản ánh các luồng tiền vào, luồng tiền ra của doanh nghiệp thường trong thời kỳ ngắn: từng tuần, từng tháng và cho biết khả năng thanh toán đích thực hay khả năng chi trả của doanh nghiệp. Các khoản thu và các khoản chi được thể hiện trong báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Ngân quỹ). Đây là cơ sở quan trọng để nhà quản lý xây dựng kế hoạch tiền mặt của doanh nghiệp.

Nghiên cứu doanh thu, chi phí và lợi nhuận trong doanh nghiệp còn giúp người ta lập và hiểu các báo cáo tài chính doanh nghiệp, nhận biết được mối liên hệ giữa báo cáo kết quả kinh doanh, báo cáo lưu chuyển tiền tệ và bảng cân đối kế toán - những căn cứ để phân tích tài chính doanh nghiệp.

Nghiên cứu doanh thu, chi phí và lợi nhuận trong doanh nghiệp là tiền đề để dự đoán và xác định được quy mô các dòng tiền trong tương lai, làm căn cứ tính toán thời gian thu hồi vốn đầu tư, giá trị hiện tại ròng (NPV), tỷ lệ nội hoàn (IRR) v.v... để ra quyết định đầu tư dài hạn trong doanh nghiệp.

### **7.1. Chi phí của doanh nghiệp**

Mục tiêu cuối cùng của các doanh nghiệp là tối đa hoá giá trị tài sản cho các chủ sở hữu. Bởi vậy, doanh nghiệp phải bỏ ra những khoản chi phí nhất định trong quá trình thực hiện hoạt động kinh doanh. Tùy theo loại hình kinh doanh của doanh nghiệp mà tỷ trọng các bộ phận chi phí có thể không giống nhau và cũng tùy theo các cách tiếp cận khác nhau, người ta có thể xem xét các loại chi phí dưới các góc độ khác nhau.



### **7.1.1. Chi phí sản xuất và chi phí tiêu thụ sản phẩm.**

#### **7.1.1.1. Chi phí sản xuất của doanh nghiệp**

Trong quá trình sản xuất - kinh doanh, doanh nghiệp phải tiêu hao các loại vật tư, nguyên vật liệu, hao mòn máy móc thiết bị, trả công cho những người lao động v.v.... Do vậy, có thể hiểu chi phí sản xuất của một doanh nghiệp là biểu hiện bằng tiền của tất cả các hao phí về vật chất và về lao động mà doanh nghiệp phải bỏ ra để sản xuất sản phẩm trong một thời kỳ nhất định. Các chi phí này phát sinh có tính thường xuyên và gắn liền với quá trình sản xuất sản phẩm. Do đặc điểm của chi phí sản xuất là chi phí hàng ngày gắn liền với từng vị trí sản xuất, từng loại sản phẩm và từng loại hoạt động sản xuất - kinh doanh, việc tổng hợp, tính toán chi phí sản xuất cần được tiến hành trong từng khoảng thời gian nhất định, không phân biệt các sản phẩm sản xuất đã hoàn thành hay chưa hoàn thành. Để quản lý và kiểm tra chặt chẽ việc thực hiện các định mức chi phí, tính toán được kết quả tiết kiệm chi phí ở từng bộ phận sản xuất và toàn doanh nghiệp, kiểm tra và phân tích quá trình phát sinh chi phí và hình thành giá thành sản phẩm người ta cần phân loại chi phí sản xuất. Thông thường, người ta sử dụng một số cách phân loại chi phí như sau:

***Thứ nhất: Phân loại chi phí sản xuất theo yếu tố***, tức là sắp xếp các chi phí có cùng tính chất kinh tế vào một loại, mỗi loại là một yếu tố chi phí, theo cách phân loại này chi phí sản xuất bao gồm 3 nhóm yếu tố sau:

- + Chi phí vật tư.
- + Lương nhân công trực tiếp.
- + Chi phí sản xuất chung.

***Thứ hai: Phân loại chi phí sản xuất theo khoản mục tính giá thành***. Cách phân loại này dựa vào công dụng kinh tế và địa điểm phát sinh của chi phí để sắp xếp chi phí thành những khoản mục nhất định, qua đó, phân tích tác động của từng khoản mục chi phí đến giá thành.

***Thứ ba: Phân loại chi phí sản xuất thành chi phí cố định và chi phí biến đổi***. Phân loại chi phí theo cách này để có phương thức quản lý phù hợp với từng loại chi phí.

Để quản lý tốt chi phí, ngoài phân loại chi phí, các doanh nghiệp cần phải xem xét cơ cấu chi phí sản xuất để định hướng thay đổi tỷ trọng mỗi loại chi phí sản xuất.

Cơ cấu chi phí sản xuất là tỷ trọng giữa các yếu tố chi phí trong tổng số chi phí sản xuất. Các doanh nghiệp trong cùng một ngành và giữa các ngành khác nhau có cơ cấu chi phí sản xuất khác nhau. Cơ cấu chi phí sản xuất chịu tác động của nhiều nhân tố như: loại hình và quy mô sản xuất của từng doanh nghiệp, trình độ kỹ thuật, trang thiết bị, điều kiện tự nhiên, công tác tổ chức, năng lực quản lý, trình độ tay nghề của công nhân v.v..

***Nghiên cứu cơ cấu chi phí sản xuất nhằm:***

- Xác định tỷ trọng và xu hướng thay đổi của từng yếu tố chi phí sản xuất.
- Kiểm tra giá thành sản phẩm và có biện pháp hạ giá thành sản phẩm.

**7.1.1.2. Chi phí tiêu thụ sản phẩm**

Đối với các doanh nghiệp, tiêu thụ sản phẩm là hết sức quan trọng. Khối lượng sản phẩm hàng hoá tiêu thụ ảnh hưởng quyết định tới quy mô sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Để thực hiện tiêu thụ sản phẩm, doanh nghiệp cũng phải bỏ những chi phí nhất định.

*Chi phí lưu thông sản phẩm bao gồm:* chi phí trực tiếp tiêu thụ sản phẩm; chi phí hỗ trợ marketing và phát triển.

*Chi phí trực tiếp tiêu thụ sản phẩm bao gồm:* chi phí chọn lọc, đóng gói; chi phí bao bì, vận chuyển, bảo quản; chi phí thuê kho, bến bãi v.v...

*Chi phí hỗ trợ marketing và phát triển bao gồm:* chi phí điều tra nghiên cứu thị trường; chi phí quảng cáo, giới thiệu sản phẩm; chi phí bảo hành sản phẩm v.v...Tỷ trọng của chi phí này có xu hướng tăng trong điều kiện nền kinh tế thị trường phát triển.

**7.1.1.3. Giá thành sản phẩm**

Nghiên cứu chi phí sản xuất và tiêu thụ sản phẩm chưa cho biết lượng chi phí cần thiết để hoàn thành sản xuất và tiêu thụ một loại sản phẩm hoặc một đơn vị sản phẩm nhất định. Mặt khác, trong hoạt động kinh doanh, khi quyết định lựa chọn phương án kinh doanh một loại sản phẩm nào đó, doanh

doanh nghiệp cần phải tính đến lượng chi phí bỏ ra để sản xuất và tiêu thụ một sản phẩm hoặc một khối lượng sản phẩm đó. Do vậy, doanh nghiệp cần phải xác định giá thành sản phẩm.

*Giá thành sản phẩm là biểu hiện bằng tiền toàn bộ chi phí của doanh nghiệp bỏ ra để hoàn thành việc sản xuất hoặc để sản xuất và tiêu thụ một loại sản phẩm nhất định.*

Giữa giá thành sản phẩm và chi phí sản xuất có sự giống nhau và khác nhau: chi phí sản xuất hợp thành giá thành phẩm, nhưng không phải toàn bộ chi phí sản xuất phát sinh trong kỳ đều được tính vào giá thành sản phẩm trong kỳ. Giá thành sản phẩm phản ánh lượng chi phí để hoàn thành sản xuất hoặc sản xuất và tiêu thụ 1 đơn vị hay 1 khối lượng sản phẩm nhất định, còn chi phí sản xuất và lưu thông sản phẩm thể hiện số chi phí mà doanh nghiệp bỏ ra để sản xuất và tiêu thụ sản phẩm trong một thời kỳ nhất định, thời kỳ này thường là một năm.

Trong phạm vi sản xuất và tiêu thụ sản phẩm, có thể phân biệt giá thành sản xuất sản phẩm và giá thành tiêu thụ sản phẩm. *Giá thành sản xuất sản phẩm* (đối với sản phẩm xây dựng là giá thành thi công) bao gồm toàn bộ chi phí bỏ ra để hoàn thành việc sản xuất sản phẩm. *Giá thành tiêu thụ sản phẩm* còn được gọi là giá thành toàn bộ sản phẩm bao gồm toàn bộ chi phí để hoàn thành cả sản xuất và tiêu thụ sản phẩm.

Trên giác độ kế hoạch hoá, giá thành sản phẩm của doanh nghiệp được phân biệt thành giá thành kế hoạch và giá thành thực tế.

Các doanh nghiệp hoạt động luôn phải quan tâm tới việc giảm chi phí, hạ giá thành sản phẩm. Hạ giá thành sản phẩm là điều kiện cơ bản để doanh nghiệp thực hiện tốt tiêu thụ sản phẩm, doanh nghiệp có thể hạ giá bán để tiêu thụ sản phẩm và thu hồi vốn nhanh. Đồng thời, hạ giá thành là yếu tố quan trọng để tăng lợi nhuận.

Hạ giá thành sản phẩm trong kỳ được xác định cho những sản phẩm so sánh được thông qua 2 chỉ tiêu: mức giảm giá thành và tỷ lệ hạ giá thành sản phẩm.

Riêng đối với sản phẩm xây dựng cơ bản, người ta chỉ so sánh giá thành thực tế với giá thành kế hoạch hoặc giá thành dự toán của khối lượng sản phẩm trong cùng một kỳ.

## **Chương 7: Doanh thu, chi phí và lợi nhuận của doanh nghiệp**

---

*Các nhân tố ảnh hưởng tới chi phí sản xuất và giá thành sản phẩm doanh nghiệp:*

- Sự tiến bộ của khoa học - kỹ thuật và công nghệ.
- Tổ chức lao động khoa học và chiến lược sử dụng lao động.
- Tổ chức quản lý sản xuất kinh doanh và quản lý tài chính.

### **7.1.2. Chi phí hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp**

Chi phí hoạt động kinh doanh bao gồm các chi phí có liên quan đến quá trình hoạt động sản xuất - kinh doanh của doanh nghiệp. Đây cũng là một cách tiếp cận phổ biến trong nền kinh tế thị trường.

*Dựa vào tính chất các yếu tố chi phí:* chi phí hoạt động kinh doanh được chia thành các loại sau:

- Chi phí nguyên vật liệu, nhiên liệu, động lực (gọi tắt là chi phí vật tư).
- Chi phí vật tư phụ thuộc vào 2 yếu tố là mức tiêu hao vật tư và giá vật tư.
- Chi phí khấu hao tài sản cố định (KHTSCĐ).

Chi phí KHTSCĐ được xác định dựa vào nguyên giá TSCĐ cần tính khấu hao và tỷ lệ KHTSCĐ.

- Chi phí tiền lương và các khoản phụ cấp có tính chất lương.
- Chi phí bảo hiểm xã hội, bảo hiểm y tế và kinh phí công đoàn.
- Chi phí dịch vụ mua ngoài.
- Thuế và các chi phí khác.

*Dựa vào nội dung các yếu tố chi phí:* chi phí hoạt động kinh doanh được chia thành các khoản mục chi phí trực tiếp và chi phí gián tiếp.

Chi phí sản xuất trực tiếp bao gồm:

- Chi phí vật tư trực tiếp
- Chi phí nhân công trực tiếp
- Chi phí sản xuất chung

*\* Giá thành sản xuất*

$$\begin{aligned} \text{Giá thành sản xuất} &= \text{Chi phí sản xuất} + \text{Chênh lệch sản phẩm dở dang} \\ \text{Chênh lệch sản phẩm dở dang} &= \text{Sản phẩm dở dang đầu kỳ} - \text{Sản phẩm dở dang cuối kỳ} \end{aligned}$$

*\* Giá vốn hàng bán*

$$\begin{aligned} \text{Giá vốn hàng bán} &= \text{Giá thành sản xuất} + \text{Chênh lệch thành phẩm tồn kho} \\ \text{Chênh lệch thành phẩm tồn kho} &= \text{Thành phẩm tồn kho đầu kỳ} - \text{Thành phẩm tồn kho cuối kỳ} \end{aligned}$$

Riêng đối với doanh nghiệp thương mại:

$$\begin{aligned} \text{Giá vốn hàng bán} &= \text{Giá vốn hàng mua} + \text{Chênh lệch hàng hoá tồn kho} \\ \text{Chênh lệch hàng hoá tồn kho} &= \text{Hàng hoá tồn kho đầu kỳ} - \text{Hàng hoá tồn kho cuối kỳ} \end{aligned}$$

*\* Chi phí bán hàng:* gồm các chi phí phát sinh trong quá trình tiêu thụ sản phẩm hàng hoá và dịch vụ như: tiền lương, các khoản phụ cấp phải trả cho nhân viên bán hàng, tiếp thị, đóng gói, bảo quản, khấu hao TSCĐ, chi phí vật liệu, bao bì, dụng cụ, đồ dùng, chi phí dịch vụ mua ngoài, chi phí bảo hành, quảng cáo.

*\* Chi phí quản lý doanh nghiệp:* gồm các chi phí quản lý kinh doanh, quản lý hành chính và các chi phí chung khác có liên quan tới toàn bộ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp như: tiền lương và các khoản phụ cấp trả cho ban giám đốc và nhân viên quản lý ở các phòng ban, chi phí vật liệu để dùng cho văn phòng, KHTSCĐ dùng chung cho doanh nghiệp, các khoản thuế, lệ phí, bảo hiểm, chi phí dịch vụ mua ngoài thuộc văn phòng doanh nghiệp và các chi phí khác chung cho toàn doanh nghiệp như, lãi vay, dự phòng, phí kiểm toán, tiếp tân, tiếp khách, công tác phí v.v...

### 7.1.3. Chi phí hoạt động tài chính và chi phí hoạt động bất thường

*Chi phí hoạt động tài chính bao gồm:* chi phí liên doanh liên kết, chi phí thuê tài sản, chi phí vay nợ, chi phí mua, bán chứng khoán.

*Chi phí hoạt động bất thường bao gồm:* chi phí nhượng bán thanh lý TSCĐ, giá trị tổn thất sau khi đã giảm trừ và chi phí bất thường khác.

## **7.2. Doanh thu tiêu thụ sản phẩm và thu nhập của doanh nghiệp**

### **7.2.1. Tiêu thụ sản phẩm và doanh thu tiêu thụ sản phẩm của doanh nghiệp**

Tiêu thụ sản phẩm của doanh nghiệp được coi là hoạt động xuất bán sản phẩm cho đơn vị mua để nhận được số tiền về sản phẩm đó. Như vậy, việc chọn thời điểm để xác định quá trình tiêu thụ sản phẩm hoàn thành là một trong những khâu quan trọng liên quan đến rất nhiều vấn đề khác trong hoạt động quản lý tài chính doanh nghiệp như: công tác quản lý thu thuế, quản lý tiền mặt, quản lý khoản phải thu v.v...

Quá trình tiêu thụ sản phẩm của doanh nghiệp được coi là hoàn thành khi doanh nghiệp nhận được chấp nhận trả tiền của bên mua hàng.

Việc chọn thời điểm này, một mặt, giúp công tác quản lý thu thuế của cơ quan thuế được dễ dàng, tiện lợi và mặt khác, cũng thúc đẩy các doanh nghiệp nhanh chóng hoàn thành việc thu tiền đảm bảo vốn cho chu kỳ kinh doanh tiếp theo.

Khi hoàn thành việc tiêu thụ sản phẩm cũng có nghĩa là doanh nghiệp có doanh thu tiêu thụ sản phẩm. Doanh thu của doanh nghiệp là số tiền mà khách hàng chấp nhận trả. Đây là bộ phận thường chiếm tỷ trọng lớn trong tổng doanh thu của doanh nghiệp. Như vậy, việc tiêu thụ sản phẩm của doanh nghiệp luôn gắn chặt với tình hình biến động của thị trường. Điều đó cho thấy: việc lựa chọn sản phẩm kinh doanh, chọn thị trường tiêu thụ, việc chọn thời điểm tiêu thụ cũng như các quyết định về giá cả của doanh nghiệp liên quan chặt chẽ đến doanh thu tiêu thụ sản phẩm và thu nhập của doanh nghiệp.

#### **7.2.2. Doanh thu của doanh nghiệp**

Căn cứ vào nguồn hình thành, doanh thu của doanh nghiệp bao gồm:

- Doanh thu từ hoạt động kinh doanh
- Doanh thu từ hoạt động tài chính

- Doanh thu từ hoạt động bất thường.

Doanh thu của doanh nghiệp có ý nghĩa rất lớn đối với toàn bộ hoạt động của doanh nghiệp, nó là nguồn để doanh nghiệp trang trải các chi phí, thực hiện tái sản xuất giản đơn và tái sản xuất mở rộng, thực hiện nghĩa vụ đối với Nhà nước.

Đối với các loại hình doanh nghiệp với các hoạt động khác nhau, doanh thu cũng khác nhau.

*Đối với các cơ sở sản xuất, khai thác, chế biến v.v....* Doanh thu là toàn bộ tiền bán sản phẩm, nửa thành phẩm, bao bì, nguyên vật liệu.

*Đối với ngành xây dựng:* Doanh thu là giá trị công trình hoàn thành bàn giao.

*Đối với ngành vận tải:* Doanh thu là tiền cước phí.

*Đối với ngành thương nghiệp, ăn uống:* Doanh thu là tiền bán hàng.

*Đối với hoạt động đại lý, uỷ thác:* Doanh thu là tiền hoa hồng.

*Đối với ngành kinh doanh dịch vụ:* Doanh thu là tiền bán dịch vụ.

*Đối với hoạt động kinh doanh tiền tệ:* Doanh thu là tiền lãi.

*Đối với hoạt động bảo hiểm:* Doanh thu là phí bảo hiểm.

*Đối với hoạt động cho thuê:* Doanh thu là tiền thuê.

*Đối với hoạt động biểu diễn văn hoá, nghệ thuật, thể dục thể thao:* Doanh thu là tiền bán vé.

### **7.3. Lợi nhuận của doanh nghiệp (thu nhập của doanh nghiệp)**

#### **7.3.1. Khái niệm lợi nhuận của doanh nghiệp**

##### **7.3.1.1. Lợi nhuận trước thuế của doanh nghiệp**

Lợi nhuận trước thuế hay thu nhập trước thuế của doanh nghiệp được hiểu là phần chênh lệch giữa doanh thu và chi phí bỏ ra để đạt được doanh thu đó.

*Lợi nhuận trước thuế của doanh nghiệp bao gồm lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh, lợi nhuận từ hoạt động tài chính và lợi nhuận từ hoạt động bất thường.*

*Lợi nhuận trước thuế từ hoạt động kinh doanh* là khoản chênh lệch giữa tổng doanh thu tiêu thụ sản phẩm, hàng hoá, dịch vụ và chi phí hoạt động kinh doanh.

*Lợi nhuận trước thuế từ hoạt động tài chính* là chênh lệch giữa doanh thu hoạt động tài chính và chi phí hoạt động tài chính.

*Lợi nhuận trước thuế từ hoạt động bất thường* là chênh lệch giữa doanh thu hoạt động bất thường và chi phí hoạt động bất thường.

*Lợi nhuận trước thuế từ các hoạt động* là tổng lợi nhuận trước thuế của doanh nghiệp. Lợi nhuận trước thuế là cơ sở để tính thuế thu nhập doanh nghiệp.

#### **7.3.1.2. Lợi nhuận sau thuế (thu nhập sau thuế) của doanh nghiệp**

*Lợi nhuận sau thuế* là chênh lệch giữa lợi nhuận trước thuế và thuế thu nhập doanh nghiệp.

$$\text{Thuế thu nhập doanh nghiệp} = \text{Lợi nhuận trước thuế} \times \text{Thuế suất thuế TNDN}$$

$$\text{Lợi nhuận sau thuế} = \text{Lợi nhuận trước thuế} - \text{Thuế thu nhập DN}$$

Trong nền kinh tế thị trường, doanh nghiệp có tồn tại và phát triển được hay không phụ thuộc rất lớn vào việc doanh nghiệp có tạo ra được lợi nhuận hay không. Lợi nhuận là một chỉ tiêu phản ánh tình hình tài chính của doanh nghiệp, là nguồn quan trọng để doanh nghiệp tái đầu tư mở rộng sản xuất. Trên phạm vi xã hội, lợi nhuận là nguồn để thực hiện tái sản xuất xã hội. Tuy vậy, lợi nhuận không phải là chỉ tiêu duy nhất để đánh giá chất lượng hoạt động của một doanh nghiệp. Bởi vì lợi nhuận là chỉ tiêu tài chính cuối cùng nên nó chịu ảnh hưởng của nhiều nhân tố chủ quan, khách quan. Do vậy, để đánh giá chất lượng hoạt động của các doanh nghiệp, người ta phải kết hợp chỉ tiêu lợi nhuận với các chỉ tiêu về tỉ suất lợi nhuận như tỉ suất lợi nhuận trên doanh thu, tỉ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu, tỉ suất lợi nhuận trên tài sản v.v...

#### **7.3.2. Phân phối lợi nhuận**

Phân phối lợi nhuận nhằm mục đích chủ yếu tái đầu tư mở rộng năng lực hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, khuyến khích người



lao động nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp.

Về nguyên tắc, lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp được sử dụng một phần để chia lãi cổ phần, phần còn lại là lợi nhuận không chia. Tỷ lệ phần lợi nhuận chia lãi và lợi nhuận không chia tùy thuộc vào chính sách của Nhà nước (đối với doanh nghiệp Nhà nước) hay chính sách cổ tức cổ phần của đại hội cổ đông (đối với các doanh nghiệp khác) ở mỗi doanh nghiệp trong từng thời kỳ nhất định.

Đối với các doanh nghiệp Nhà nước Việt Nam, lợi nhuận sau thuế, sau khi nộp phạt và các khoản khác nếu có, được trích lập các quỹ của doanh nghiệp như quỹ đầu tư phát triển, quỹ dự phòng tài chính, quỹ dự phòng trợ cấp mất việc làm, quỹ khen thưởng và phúc lợi.

- Các quỹ doanh nghiệp.

+ *Quỹ đầu tư phát triển*: Quỹ này được sử dụng vào các mục đích sau:

- Đầu tư mở rộng và phát triển kinh doanh.
- Đổi mới, thay thế máy móc, thiết bị dây chuyền công nghệ, nghiên cứu áp dụng các tiến bộ khoa học kỹ thuật.
- Đổi mới trang thiết bị và điều kiện làm việc trong doanh nghiệp.
- Nghiên cứu khoa học, đào tạo, nâng cao trình độ chuyên môn, kỹ thuật, nghiệp vụ cho cán bộ nhân viên của doanh nghiệp.
- Bổ sung vốn lưu động.
- Tham gia liên doanh, mua cổ phiếu.
- Trích nộp cấp trên (nếu có).

+ *Quỹ dự phòng tài chính*: Dùng để bù đắp khoản chênh lệch từ những tổn thất, thiệt hại về tài sản do thiên tai, địch họa, hỏa hoạn, những rủi ro trong kinh doanh không được tính trong giá thành và đền bù của cơ quan bảo hiểm.

Trích nộp để hình thành quỹ dự phòng tài chính của Tổng công ty (nếu là thành viên của Tổng công ty) theo tỷ lệ do Hội đồng quản trị Tổng công ty quyết định hàng năm và được sử dụng để hỗ trợ các tổn thất, thiệt hại

trong quá trình sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp thành viên theo cơ chế quản lý tài chính của Tổng công ty.

+ *Quỹ dự phòng về trợ cấp mất việc làm*: Dùng để trợ cấp cho người lao động có thời gian làm việc tại doanh nghiệp đủ một năm trở lên bị mất việc làm và chi cho việc đào tạo lại chuyên môn, kỹ thuật cho người lao động do thay đổi công nghệ hoặc chuyển sang việc mới, đặc biệt là đào tạo nghề dự phòng cho lao động nữ của doanh nghiệp.

Trợ cấp cho người lao động mất việc làm do các nguyên nhân khách quan như: lao động dôi ra vì thay đổi công nghệ, do liên doanh, do thay đổi tổ chức trong khi chưa bố trí công việc khác, hoặc chưa kịp giải quyết cho thôi việc.

Mức trợ cấp cho thời gian mất việc làm do Giám đốc và Chủ tịch công đoàn doanh nghiệp xét cụ thể theo pháp luật hiện hành.

Doanh nghiệp phải trích nộp để hình thành Quỹ dự phòng trợ cấp mất việc làm của Tổng Công ty (nếu là thành viên Tổng Công ty) theo tỷ lệ do Hội đồng quản trị Tổng Công ty quyết định.

+ *Quỹ phúc lợi dùng để*:

Đầu tư xây dựng hoặc sửa chữa, bổ sung vốn xây dựng các công trình phúc lợi công cộng của doanh nghiệp, góp vốn đầu tư xây dựng các công trình phúc lợi chung trong ngành, hoặc với các đơn vị khác theo hợp đồng thỏa thuận; chi cho các hoạt động phúc lợi xã hội, thể thao, văn hoá, phúc lợi công cộng của tập thể công nhân viên doanh nghiệp; đóng góp cho quỹ phúc lợi xã hội (các hoạt động từ thiện, phúc lợi xã hội công cộng); trợ cấp khó khăn thường xuyên, đột xuất cho cán bộ công nhân viên doanh nghiệp.

Ngoài ra, doanh nghiệp có thể sử dụng quỹ này để chi trợ cấp khó khăn cho người lao động của doanh nghiệp đã về hưu, mất sức hay lâm vào hoàn cảnh khó khăn, không nơi nương tựa và chi cho công tác từ thiện xã hội. Chủ tịch Hội đồng quản trị, Giám đốc (nếu doanh nghiệp không có Hội đồng quản trị) quyết định sử dụng sau khi có ý kiến thỏa thuận của Công đoàn doanh nghiệp.

Doanh nghiệp phải trích nộp để hình thành quỹ phúc lợi tập trung của Tổng công ty (nếu là thành viên Tổng công ty) theo tỷ lệ do Hội đồng quản

trị Tổng công ty quyết định và được sử dụng cho các mục tiêu theo quy chế tài chính Tổng công ty.

+ *Quỹ khen thưởng dùng để:*

Thưởng cuối năm hoặc thưởng thường kỳ cho cán bộ công nhân viên trong doanh nghiệp, mức thưởng do Hội đồng quản trị, Giám đốc (nếu doanh nghiệp không có Hội đồng quản trị) quyết định sau khi có ý kiến tham gia của Công đoàn doanh nghiệp trên cơ sở năng suất lao động, thành tích công tác và mức lương cơ bản của mỗi cán bộ, công nhân viên trong doanh nghiệp.

Thưởng đột xuất cho những cá nhân, tập thể trong doanh nghiệp có sáng kiến cải tiến kỹ thuật mang lại hiệu quả kinh doanh, mức thưởng do Hội đồng quản trị, giám đốc (nếu doanh nghiệp không có Hội đồng quản trị) quyết định.

Thưởng cho cá nhân và đơn vị ngoài doanh nghiệp có quan hệ hợp đồng kinh tế đã hoàn thành tốt những điều kiện của hợp đồng, mang lại lợi ích chi doanh nghiệp. Mức thưởng do Hội đồng quản trị hay Giám đốc quyết định.

Trích nộp để hình thành quỹ khen thưởng tập trung của Tổng Công ty (nếu là thành viên Tổng công ty) theo tỷ lệ do Hội đồng quản trị Tổng công ty quyết định và sử dụng để khen thưởng cho các đối tượng theo quy chế tài chính Tổng Công ty.

#### **7.4. Một số loại thuế chủ yếu đối với doanh nghiệp**

Đối với doanh nghiệp, phần lớn các khoản thuế phải nộp là những khoản chi của doanh nghiệp. Vì vậy, khi quyết định phương án kinh doanh, doanh nghiệp phải tính tới tác động của thuế và số tiền thuế phải nộp cho từng mặt hàng và từng ngành nghề kinh doanh.

Trong mỗi doanh nghiệp, thuế được tính bắt đầu từ khi doanh nghiệp có doanh thu và thu nhập. Có thể kể đến một số loại thuế chủ yếu: thuế Giá trị gia tăng, thuế Tiêu thụ đặc biệt, thuế Thu nhập doanh nghiệp.

##### **7.4.1. Thuế Giá trị gia tăng (VAT)**

VAT là loại thuế gián thu, thu trên phần giá trị tăng thêm của hàng hoá dịch vụ qua các giai đoạn từ sản xuất lưu thông đến tiêu dùng. Thuế suất

## **Chương 7: Doanh thu, chi phí và lợi nhuận của doanh nghiệp**

được quy định theo thuế suất cố định, căn cứ vào dịch vụ và mặt hàng kinh doanh.

### **Phương pháp xác định:**

*\* Phương pháp khấu trừ:*

$$\begin{array}{c} \text{VAT} \\ \text{phải nộp} \end{array} = \text{VAT thu hộ} - \text{VAT trả hộ}$$

VAT thu hộ được tính theo thuế suất VAT trên doanh thu chưa có thuế (doanh thu ngoài thuế).

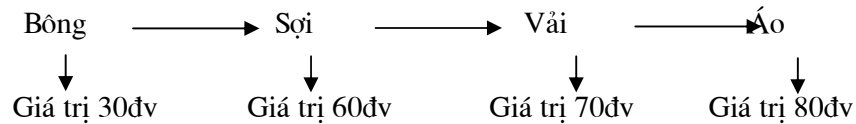
VAT trả hộ được tính theo thuế suất VAT trên chi phí mua hàng ngoài thuế.

*\* Phương pháp trực tiếp:* VAT phải nộp được tính trực tiếp trên phần giá trị tăng thêm của hàng hoá, dịch vụ:

$$\text{VAT} = \text{VA} \times \text{Thuế suất VAT}$$

VA = Doanh thu ngoài thuế – Chi phí trung gian ngoài thuế

Ví dụ: Một sản phẩm được sản xuất ra phải trải qua các công đoạn sau đây.



Cho biết giá trị trên chưa có VAT. VAT thuế suất 10% cho cả mua và bán. Người ta tính VAT như sau:

$$\text{Cơ sở sản xuất bông nộp thuế } 30 \times 10\% = 3\text{đv}$$

$$\text{Cơ sở sản xuất sợi nộp thuế } 60 \times 10\% - 3\text{đv} = 3\text{đv}$$

$$\text{Cơ sở sản xuất vải nộp thuế } 70 \times 10\% - 6 = 1\text{đv}$$

$$\text{Cơ sở sản xuất áo nộp thuế } 80 \times 10\% - 7 = 1\text{đv}$$

$$\text{Vậy tổng VAT phải nộp là } 3 + 3 + 1 + 1 = 8\text{đv}$$

Có nghĩa người tiêu dùng áo phải chịu thuế là 8đv và 4đv cơ sở trên phải nộp thuế cũng là 8 đv.

Theo Luật VAT ở Việt Nam: VAT được tính theo 2 cách, hoặc tính theo phương pháp khấu trừ thuế hoặc theo phương pháp tính trực tiếp trên giá trị gia tăng.

*Theo phương pháp khấu trừ thuế:* Số thuế phải nộp bằng thuế giá trị gia tăng đầu ra trừ thuế giá trị gia tăng đầu vào.

Thuế giá trị gia tăng đầu ra bằng giá tính thuế của hàng hoá, dịch vụ bán ra nhân với thuế suất.

Giá tính thuế là giá bán chưa có thuế giá trị gia tăng.

Thuế giá trị gia tăng đầu vào bằng tổng số thuế giá trị gia tăng đã thanh toán được ghi trên hoá đơn giá trị gia tăng mua hàng hoá dịch vụ hoặc bằng chi phí mua hàng hoá, dịch vụ chưa có VAT nhân với thuế suất VAT.

Phương pháp khấu trừ thuế được áp dụng đối với các doanh nghiệp có hoá đơn giá trị gia tăng.

*- Theo phương pháp tính trực tiếp:*

Số thuế phải nộp bằng giá trị gia tăng của hàng hoá, dịch vụ nhân với thuế suất thuế giá trị gia tăng.

Giá trị gia tăng bằng giá thanh toán của hàng hoá dịch vụ bán ra trừ giá thanh toán của hàng hoá, dịch vụ mua vào tương ứng.

#### **7.4.2. Thuế tiêu thụ đặc biệt**

Thuế tiêu thụ đặc biệt đối với các doanh nghiệp được tính bằng công thức:

$$\begin{array}{ccccccc} \text{Thuế} & & \text{Số lượng} & & \text{Giá tính thuế} & & \text{Thuế} & & \text{Thuế TTĐB} \\ \text{TTĐB} & = & \text{hàng hoá} & \times & \text{đ/vị hàng hoá} & \times & \text{suất} & - & \text{được khấu trừ} \\ \text{phải nộp} & & \text{tiêu thụ} & & & & & & \text{đầu vào} \end{array}$$

Về bản chất, thuế Tiêu thụ đặc biệt giống thuế Giá trị gia tăng, nhưng khác với VAT ở các khía cạnh sau:

- Thuế tiêu thụ đặc biệt chỉ được tính đối với một số mặt hàng thuộc diện hạn chế sản xuất kinh doanh hoặc nhập khẩu.
- Thuế tiêu thụ đặc biệt chỉ thu một lần ở khâu sản xuất trong nước hoặc nhập khẩu.
- Giá tính thuế tiêu thụ đặc biệt là giá chưa có thuế tiêu thụ đặc biệt.

#### **7.4.3 Thuế Thu nhập doanh nghiệp**

Thuế thu nhập doanh nghiệp là thuế tính trên lợi nhuận trước thuế (thu nhập trước thuế) của doanh nghiệp, thuế suất được quy định theo thuế suất tỷ lệ cố định căn cứ vào ngành nghề kinh doanh.

Phương pháp xác định:

$$\begin{array}{rclcl} \text{Mức thuế nộp} & & \text{Thu nhập} & & \text{Thuế suất thuế} \\ \text{trong kỳ} & = & \text{trước thuế} & \times & \text{TNDN} \\ \\ \text{Thu nhập} & = & \text{Doanh thu} & - & \text{Chi phí} \\ \text{trước thuế} & & & & \end{array}$$

#### **7.4.4. Một số loại thuế khác**

Tuỳ theo các hoạt động cụ thể của doanh nghiệp mà doanh nghiệp có thể phải nộp một số loại thuế khác. Ví dụ: khi doanh nghiệp sử dụng đất, doanh nghiệp phải nộp thuế sử dụng đất; nếu doanh nghiệp nhập khẩu vật tư hàng hoá thì phải nộp thuế nhập khẩu đối với loại vật tư, hàng hoá đó; doanh nghiệp khai thác sử dụng tài nguyên phải nộp thuế sử dụng tài nguyên v.v...

### **CÂU HỎI ÔN TẬP**

1. Doanh thu và thu nhập của doanh nghiệp? Các nhân tố ảnh hưởng tới doanh thu và thu nhập của doanh nghiệp?
2. Chi phí của doanh nghiệp và các nhân tố ảnh hưởng tới chi phí của doanh nghiệp?
3. Thuế là chi phí của doanh nghiệp. Hãy bình luận.
4. Lợi nhuận và phương pháp xác định lợi nhuận của doanh nghiệp?
5. Nhận xét các phương pháp xác định lợi nhuận doanh nghiệp ở Việt Nam hiện nay?
6. Nhận xét về chế độ phân phối lợi nhuận của doanh nghiệp Việt Nam hiện nay?
7. Các nhân tố ảnh hưởng tới lợi nhuận của doanh nghiệp?
8. Mục tiêu hoạt động của doanh nghiệp là lợi nhuận tối đa. Hãy bình luận.
9. Mục tiêu nghiên cứu ngân quỹ của doanh nghiệp?
10. Phân biệt doanh thu - chi phí với thu - chi của doanh nghiệp?
11. Sử dụng chỉ tiêu doanh thu cả thuế để tính hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Hãy bình luận.
12. Một doanh nghiệp có lợi nhuận cao thì chắc chắn doanh nghiệp đảm bảo tốt việc chi trả. Hãy bình luận.

## **CHƯƠNG 8**

# **QUẢN LÝ TÀI SẢN TRONG DOANH NGHIỆP**

Vốn là yếu tố không thể thiếu của mọi quá trình sản xuất - kinh doanh. Do vậy, quản lý vốn và tài sản trở thành một trong những nội dung quan trọng của quản trị tài chính. Mục tiêu quan trọng nhất của quản lý vốn và tài sản là đảm bảo cho quá trình sản xuất - kinh doanh tiến hành bình thường với hiệu quả kinh tế cao nhất. Trong chương này, chúng ta sẽ nghiên cứu những nội dung cơ bản nhất về quản lý tài sản cố định, quản lý quỹ khấu hao và quản lý tài sản lưu động trong các doanh nghiệp.

### **8.1. Quản lý tài sản lưu động**

#### **8.1.1. Khái niệm và phân loại tài sản lưu động của doanh nghiệp**

##### **8.1.1.1. Khái niệm**

Khác với tư liệu lao động, đối tượng lao động chỉ tham gia vào một chu kỳ sản xuất, đến chu kỳ sản xuất sau lại phải sử dụng các đối tượng lao động khác. Phần lớn các đối tượng lao động thông qua quá trình chế biến để hợp thành thực thể của sản phẩm như bông thành sợi, cát thành thủy tinh, một số khác bị mất đi như các loại nhiên liệu. Bất kỳ hoạt động sản xuất - kinh doanh nào cũng cần phải có các đối tượng lao động. Lượng tiền ứng trước để thoả mãn nhu cầu về các đối tượng lao động gọi là vốn lưu động của doanh nghiệp. Tài sản lưu động là những tài sản ngắn hạn và thường xuyên luân chuyển trong quá trình kinh doanh. Trong bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp, tài sản lưu động được thể hiện ở các bộ phận tiền mặt, các chứng khoán thanh khoản cao, phải thu và dự trữ tồn kho. Giá trị các loại tài sản lưu động của doanh nghiệp kinh doanh, sản xuất thường chiếm tỷ trọng lớn trong tổng giá trị tài sản của chúng. Quản lý sử dụng hợp lý các loại tài sản lưu động có ảnh hưởng rất quan trọng đối với việc hoàn thành nhiệm vụ chung của doanh nghiệp. Mặc dù hầu hết các vụ phá sản trong kinh doanh là hệ quả của nhiều yếu tố, chứ không phải chỉ do quản trị vốn lưu động tồi. Nhưng cũng cần thấy rằng sự bất lực của một số công ty trong việc hoạch

định và kiểm soát một cách chặt chẽ các loại tài sản lưu động và các khoản nợ ngắn hạn hầu như là một nguyên nhân dẫn đến thất bại cuối cùng của họ.

**8.1.1.2. Phân loại tài sản lưu động**

Để phân loại tài sản lưu động người ta bắt đầu nghiên cứu chu kỳ vận động của tiền mặt.

Chu kỳ vận động của tiền mặt vừa là chỉ tiêu đánh giá hiệu quả của quá trình quản lý tài sản lưu động vừa là căn cứ phân loại TSLĐ.

Chu kỳ vận động của tiền mặt là độ dài thời gian từ khi thanh toán khoản mục nguyên vật liệu đến khi thu được tiền từ những khoản phải thu do việc bán sản phẩm cuối cùng.

Có thể hình dung trình tự vận động của vốn lưu động như sau:

+ Công ty mua nguyên vật liệu để sản xuất, phần lớn những khoản mua này chưa phải trả ngay, tạo nên những khoản phải trả. Do vậy, việc mua trong trường hợp này không gây ảnh hưởng ngay đến luồng tiền.

+ Lao động được sử dụng để chuyển nguyên vật liệu thành sản phẩm cuối cùng và thông thường tiền lương không được trả ngay vào lúc công việc được thực hiện, từ đó hình thành các khoản lương phải trả (phải trả khác).

+ Hàng hoá thành phẩm được bán, nhưng là bán chịu, do đó tạo nên khoản phải thu và từ đó việc bán hàng không tạo nên luồng tiền vào ngay lập tức.

+ Tại một thời điểm nào đó trong quá trình vận động nói trên, doanh nghiệp phải thanh toán những khoản phải trả và nếu những khoản thanh toán này được thực hiện trước khi thu được những khoản phải thu thì sẽ tạo ra những luồng tiền ra ròng. Luồng tiền ra này phải được tài trợ bằng một biện pháp nào đó.

+ Chu kỳ vận động của tiền mặt khi doanh nghiệp thu được những khoản phải thu. Khi đó công ty sẽ trả hết nợ được sử dụng để tài trợ cho việc sản xuất và chu kỳ lại được lặp lại.

Từ việc xem xét trình tự vận động của vốn lưu động, có thể rút ra những công thức cơ bản sau:



$$\begin{array}{ccccccc} \text{Chu kỳ vận} & = & \text{Thời gian vận} & + & \text{Thời gian thu} & - & \text{Thời gian} \\ \text{động của} & & \text{động của} & & \text{hồi khoản} & & \text{chậm trả của} \\ \text{tiền mặt} & & \text{nguyên vật liệu} & & \text{phải thu} & & \text{khoản phải trả} \end{array} \quad (1)$$

$$\begin{array}{ccc} \text{Thời gian vận động} & & \text{Hàng tồn kho} \\ \text{của nguyên vật liệu} & = & \frac{\quad}{\quad} \\ & & \text{Mức bán mỗi ngày} \end{array} \quad (2)$$

Thời gian vận động nguyên vật liệu là độ dài thời gian trung bình để chuyển nguyên vật liệu đó thành sản phẩm cuối cùng và thời gian bán những sản phẩm đó.

Hàng tồn kho bao gồm nguyên vật liệu, sản phẩm dở dang, thành phẩm tồn kho.

Ví dụ: Một công ty có mức tồn kho trung bình là 2 triệu đơn vị, mức bán hàng trong năm là 10 triệu đơn vị thì thời gian vận động nguyên vật liệu sẽ là:

$$\frac{2.000.000}{10.000.000/360} = 72 \text{ ngày}$$

Điều này cho biết công ty cần trung bình 72 ngày để chuyển nguyên vật liệu thành sản phẩm cuối cùng và bán nó.

$$\begin{array}{ccc} \text{Thời gian thu} & & \text{Khoản phải thu} \\ \text{hồi những khoản} & = & \frac{\quad}{\quad} \\ \text{phải thu} & & \text{Mức bán hàng trong năm/360 ngày} \end{array}$$

Thời gian thu hồi những khoản phải thu là độ dài thời gian trung bình để chuyển những khoản phải thu của công ty thành tiền mặt.

Ví dụ: Giả sử công ty trên có khoản phải thu trung bình trong năm là 666.667 đơn vị thì:

$$\begin{array}{ccc} \text{Thời gian thu} & & \\ \text{hồi những khoản} & = & \left( \frac{666.667 \text{ đơn vị}}{10.000.000 \text{ đv}/360 \text{ ngày}} \right) = 24 \text{ ngày} \\ \text{phải thu} & & \end{array}$$

Thời gian chậm trả những khoản phải trả là độ dài thời gian trung bình từ khi mua nguyên vật liệu và lao động đến khi thanh toán những khoản đó.

Ví dụ: Thời gian chậm trả trung bình là 30 ngày đối với nguyên vật liệu và tiền lương thì chu kỳ vận động tiền mặt là:

$$72 + 24 - 30 = 66 \text{ ngày}$$

Công thức (1) có thể được viết theo một cách khác:

$$\begin{array}{rcccl} \text{Thời gian trì hoãn do} & - & \text{Thời gian trì hoãn} & = & \text{Thời gian trì} \\ \text{thu tiền chậm} & & \text{do thanh toán chậm} & & \text{hoãn ròng} \end{array} \quad (3)$$

Hay:  $72 + 24 - 30 = 66 \text{ ngày}$

Mục tiêu của công ty là rút ngắn chu kỳ vận động của tiền mặt càng nhiều càng tốt mà không có hại cho sản xuất. Khi đó lợi nhuận sẽ tăng lên và chu kỳ càng dài thì nhu cầu tài trợ từ bên ngoài càng lớn và mỗi nguồn tài trợ đều phát sinh một chi phí nên lợi nhuận sẽ giảm.

***Chu kỳ vận động của tiền mặt có thể giảm bằng các biện pháp:***

+ Giảm thời gian vận động nguyên vật liệu thông qua sản xuất và bán hàng nhanh hơn.

+ Giảm thời gian thu hồi những khoản phải thu bằng việc tăng tốc độ thu.

+ Kéo dài thời gian chậm trả những khoản phải trả bằng việc trì hoãn thanh toán.

Những hoạt động trên được tiến hành trong chừng mực mà chúng không làm tăng chi phí hoặc giảm bán hàng.

Ví dụ: Vẫn số liệu của những ví dụ trên. Giả sử công ty phải sử dụng 200.000 đơn vị tiền nguyên vật liệu và tiền lương để sản xuất máy tính và nó có thể sản xuất 3 máy tính một ngày, vì thế nó phải đầu tư 600.000 đơn vị tiền cho một ngày sản xuất. Khoản đầu tư này phải được tài trợ trong 66 ngày (độ dài của chu kỳ vận động tiền mặt). Như vậy, nhu cầu tài trợ cho tài sản lưu động của công ty là:

$$66 \text{ ngày} \times 600.000 = 39.600.000 \text{ đơn vị}$$

Nếu công ty có thể giảm chu kỳ vận động tiền mặt bằng một trong ba biện pháp trên xuống còn 56 ngày thì nó có thể giảm yêu cầu tài trợ tài sản lưu động một lượng là 6.000.000 đơn vị.

### **8.1.2. Quản lý tài sản lưu động**

#### **8.1.2.1. Quản lý dự trữ, tồn kho**

Trong quá trình luân chuyển của vốn lưu động phục vụ cho sản xuất kinh doanh thì việc tồn tại vật tư hàng hoá dự trữ, tồn kho là những bước đệm cần thiết cho quá trình hoạt động bình thường của doanh nghiệp. *Hàng hoá tồn kho có ba loại: nguyên vật liệu thô phục vụ cho quá trình sản xuất, kinh doanh; sản phẩm dở dang và thành phẩm.* Đối với các doanh nghiệp trong nền kinh tế thị trường không thể tiến hành sản xuất đến đâu mua hàng đến đó mà cần phải có nguyên vật liệu dự trữ. *Nguyên vật liệu dự trữ không trực tiếp tạo ra lợi nhuận nhưng nó có vai trò rất lớn để cho quá trình sản xuất - kinh doanh tiến hành được bình thường.* Do vậy, nếu doanh nghiệp dự trữ quá lớn sẽ tốn kém chi phí, ứ đọng vốn, còn nếu dự trữ quá ít sẽ làm cho quá trình sản xuất kinh doanh bị gián đoạn gây ra hàng loạt các hậu quả tiếp theo.

Tồn kho trong quá trình sản xuất là các loại nguyên liệu nằm tại từng công đoạn của dây chuyền sản xuất. Thông thường quá trình sản xuất của các doanh nghiệp được chia ra những công đoạn, giữa những công đoạn này bao giờ cũng tồn tại những bán thành phẩm. Đây là những bước đệm nhỏ để quá trình sản xuất được liên tục. Nếu dây chuyền sản xuất càng dài và càng có nhiều công đoạn sản xuất thì tồn kho trong quá trình sản xuất sẽ càng lớn.

Khi tiến hành sản xuất xong, hầu như các doanh nghiệp chưa thể tiêu thụ hết sản phẩm, phần thì do có "*độ trễ*" nhất định giữa sản xuất và tiêu dùng, phần do phải có đủ lô hàng mới xuất được... Những doanh nghiệp mà sản xuất mang tính thời vụ và có quy trình chế tạo tốn nhiều thời gian thì dự trữ, tồn kho sản phẩm sẽ lớn.

Hàng hoá dự trữ đối với các doanh nghiệp gồm ba bộ phận như trên, nhưng thông thường trong quản lý vấn đề chủ yếu được đề cập đến là bộ phận thứ nhất, tức là nguyên vật liệu dự trữ cho sản xuất - kinh doanh. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng, đối với các doanh nghiệp thương nghiệp (chuyên kinh doanh hàng hoá) thì dự trữ nguyên vật liệu cũng có nghĩa là dự trữ hàng hoá để bán.

**8.1.2.1.1. Quản lý dự trữ theo phương pháp cổ điển hay mô hình đặt hàng hiệu quả nhất - EOQ (Economic Ordering Quantity).**

*\* Mô hình EOQ.*

Mô hình này được dựa trên giả định là những lần cung cấp hàng hoá là bằng nhau.

Khi doanh nghiệp tiến hành dự trữ hàng hoá sẽ kéo theo hàng loạt các chi phí như chi phí bốc xếp hàng hoá, chi phí bảo quản, chi phí đặt hàng, chi phí bảo hiểm... nhưng tựu chung lại có hai loại chi phí chính:

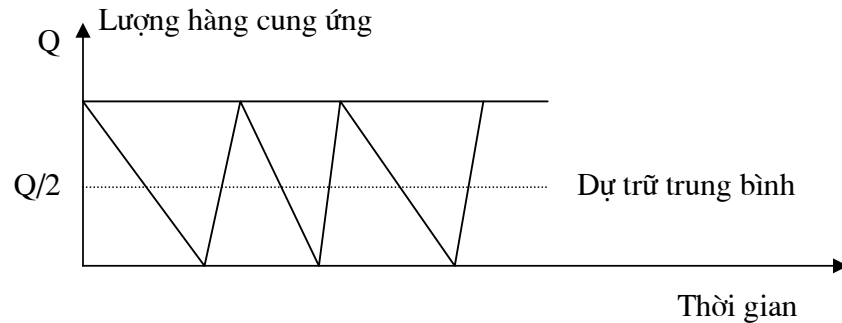
***Chi phí lưu kho (Chi phí tồn trữ)***

Đây là những chi phí liên quan đến việc tồn trữ hàng hoá, loại này bao gồm:

+ Chi phí hoạt động, như chi phí bốc xếp hàng hoá, chi phí bảo hiểm hàng hoá, chi phí do giảm giá trị hàng hoá, chi phí hao hụt mất mát, chi phí bảo quản...

+ Chi phí tài chính bao gồm chi phí sử dụng vốn như trả lãi tiền vay, chi phí về thuế, khấu hao.

Nếu gọi số lượng mỗi lần cung ứng hàng hoá là  $Q$  thì dự trữ trung bình sẽ là  $Q/2$ .



Gọi  $C_1$  là chi phí lưu kho đơn vị hàng hoá thì tổng chi phí lưu kho của doanh nghiệp sẽ là:

$$C_1 = \frac{Q}{2}$$

Tổng chi phí lưu kho sẽ tăng nếu số lượng hàng mỗi lần cung ứng tăng.

***Chi phí đặt hàng (chi phí hợp đồng)***

Chi phí đặt hàng bao gồm chi phí quản lý giao dịch và vận chuyển hàng hoá. Chi phí đặt hàng cho mỗi lần đặt hàng thường ổn định không phụ thuộc vào số lượng hàng hoá được mua.

Nếu gọi  $D$  là toàn bộ lượng hàng hoá cần sử dụng trong một đơn vị thời gian (năm, quý, tháng) thì số lượng lần cung ứng hàng hoá sẽ là  $D/Q$ . Gọi  $C_2$  là chi phí mỗi lần đặt hàng thì tổng chi phí đặt hàng sẽ là :

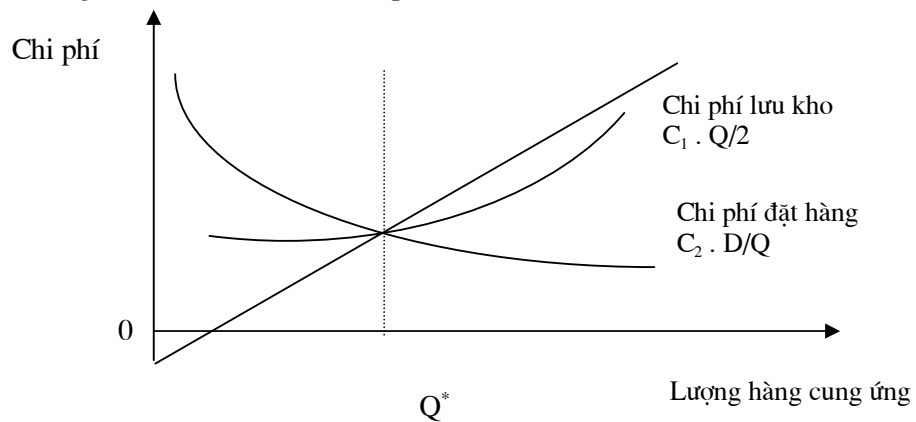
$$C_2 = \frac{D}{Q}$$

Tổng chi phí đặt hàng tăng nếu số lượng mỗi lần cung ứng giảm.

Gọi  $TC$  là tổng chi phí tồn trữ hàng hoá, sẽ có:

$$TC = C_1 \frac{Q}{2} + C_2 \frac{D}{Q}$$

Công thức trên được thể hiện qua đồ thị sau:



Qua đồ thị trên ta thấy khối lượng hàng cung ứng mỗi lần là  $Q^*$  thì tổng chi phí dự trữ là thấp nhất.

Tìm  $Q^*$  bằng cách lấy vi phân  $TC$  theo  $Q$  ta có:

$$Q^* = \sqrt{\frac{2DC_2}{C_1}}$$

*Ví dụ:* Giả sử Công ty sông Hồng có số liệu về hàng hoá tồn kho như sau:

Toàn bộ số hàng hoá cần sử dụng trong năm là 1600 đơn vị, chi phí mỗi lần đặt hàng là 1 triệu đồng, chi phí lưu kho đơn vị hàng hoá là 0,5 triệu đồng thì lượng hàng hoá mỗi lần cung ứng tối ưu là:

$$Q^* = \sqrt{\frac{2 \times 1600 \times 1}{0,5}} = 80$$

Số lần đặt hàng trong năm là:

$$1600 : 80 = 20 \text{ lần}$$

Chi phí đặt hàng trong năm là  $20 \times 1 = 20$  triệu

Chi phí lưu kho hàng hoá là:

$$\frac{80}{2} = 20 \text{ triệu}$$

- **Điểm đặt hàng mới**

Về mặt lý thuyết người ta có thể giả định là khi nào lượng hàng kỳ trước hết mới nhập kho lượng hàng mới.

Trong thực tiễn hoạt động hầu như không có doanh nghiệp nào để đến khi nguyên vật liệu hết rồi mới đặt hàng. Nhưng nếu đặt hàng quá sớm sẽ làm tăng lượng nguyên liệu tồn kho. Do vậy, các doanh nghiệp cần phải xác định thời điểm đặt hàng mới.

Thời điểm đặt hàng mới được xác định bằng số lượng nguyên liệu sử dụng mỗi ngày nhân với độ dài của thời gian giao hàng.

*Ví dụ:* Vẫn lấy số liệu của Công ty sông Hồng. Toàn bộ số hàng hoá cần sử dụng trong năm là 1600 đơn vị và số ngày làm việc mỗi năm 320 ngày, nguyên liệu tồn kho được dùng mỗi ngày là  $1600 : 320 \text{ ngày} = 5 \text{ đơn vị/ngày}$ . Nếu thời gian giao hàng là 4 ngày không kể ngày nghỉ thì doanh nghiệp sẽ tiến hành đặt hàng khi lượng nguyên liệu trong kho chỉ còn lại là:

$$4 \times 5 = 20 \text{ đơn vị}$$

- **Lượng dự trữ an toàn**

Trong chương trước chúng ta đã đề cập đến cơ cấu tài sản trong doanh nghiệp bao gồm: tài sản cố định, tài sản lưu động thường xuyên và tài sản lưu động tạm thời. Do vậy, nguyên vật liệu sử dụng mỗi ngày không phải là

số cố định mà chúng biến động không ngừng, đặc biệt là đối với những doanh nghiệp sản xuất mang tính thời vụ hoặc sản xuất những hàng hoá nhạy cảm với thị trường. Do đó, để đảm bảo cho sự ổn định của sản xuất, doanh nghiệp cần phải duy trì một lượng hàng tồn kho dự trữ an toàn. Lượng dự trữ an toàn tùy thuộc vào tình hình cụ thể của doanh nghiệp.

Lượng dự trữ an toàn là lượng hàng hoá dự trữ thêm vào lượng dự trữ tại thời điểm đặt hàng.

Ví dụ: Ban lãnh đạo Công ty sông Hồng quyết định mức dự trữ an toàn là 10 đơn vị hàng hoá, thì điểm đặt hàng mới sẽ là  $20 + 10 = 30$  đơn vị.

#### **8.1.2.1.2. Phương pháp cung cấp đúng lúc hay dự trữ bằng 0**

Phương pháp này được hãng TOYOTA của Nhật Bản áp dụng vào những năm ba mươi của thế kỷ này, sau đó với ưu việt của nó là chi phí dự trữ không đáng kể đã lan truyền sang các hãng khác của Nhật, sang Tây Âu và Mỹ. Theo phương pháp này, các doanh nghiệp trong một số ngành nghề có liên quan chặt chẽ với nhau hình thành nên những mối quan hệ, khi có một đơn đặt hàng nào đó họ sẽ tiến hành "hút" những loại hàng hoá và sản phẩm dở dang của các đơn vị khác mà họ không cần phải dự trữ. Sử dụng phương pháp này sẽ giảm tới mức thấp nhất chi phí cho dự trữ. Tuy nhiên, đây chỉ là một phương pháp quản lý được áp dụng trong một số loại dự trữ nào đó của doanh nghiệp và phải kết hợp với các phương pháp quản lý khác.

#### **8.1.2.2. Quản lý tiền mặt và các chứng khoán thanh khoản cao**

##### **8.1.2.2.1. Lý do phải giữ tiền mặt và lợi thế của việc giữ đủ tiền mặt**

Tiền mặt (Cash) được hiểu là tiền tồn quỹ, tiền trên tài khoản thanh toán của doanh nghiệp ở ngân hàng. Nó được sử dụng để trả lương, mua nguyên vật liệu, mua tài sản cố định, trả tiền thuế, trả nợ...

Tiền mặt bản thân nó là loại tài sản không sinh lãi, do vậy trong quản lý tiền mặt thì việc tối thiểu hoá lượng tiền mặt phải giữ là mục tiêu quan trọng nhất. Tuy nhiên việc giữ tiền mặt trong kinh doanh cũng là vấn đề cần thiết, điều đó xuất phát từ những lý do sau:

+ *Đảm bảo giao dịch kinh doanh hàng ngày.* Những giao dịch này thường là thanh toán cho khách hàng và thu tiền từ khách hàng, từ đó tạo nên số dư giao dịch.

+ *Bù đắp cho ngân hàng về việc ngân hàng cung cấp các dịch vụ cho doanh nghiệp.* Số dư tiền mặt loại này gọi là số dư bù đắp.

+ *Đáp ứng nhu cầu dự phòng trong trường hợp biến động không lường trước được của các luồng tiền vào và ra.* Loại tiền này tạo nên số dư dự phòng.

+ *Hưởng lợi thế trong thương lượng mua hàng.* Loại tiền này tạo nên số dư đầu cơ.

Trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, việc giữ tiền mặt là cần thiết nhưng việc giữ đủ tiền mặt phục vụ cho kinh doanh có những lợi thế sau:

- Khi mua các hàng hoá dịch vụ nếu có đủ tiền mặt, công ty có thể được hưởng lợi thế chiết khấu.
- Giữ đủ tiền mặt, duy trì tốt các chỉ số thanh toán ngắn hạn giúp doanh nghiệp có thể mua hàng với những điều kiện thuận lợi và được hưởng mức tín dụng rộng rãi.
- Giữ đủ tiền mặt giúp doanh nghiệp tận dụng được những cơ hội thuận lợi trong kinh doanh do chủ động trong các hoạt động thanh toán chi trả.
- Khi có đủ tiền mặt giúp doanh nghiệp đáp ứng được nhu cầu trong trường hợp khẩn cấp như đình công, hoả hoạn, chiến dịch marketing của đối thủ cạnh tranh, vượt qua khó khăn do yếu tố thời vụ và chu kỳ kinh doanh.

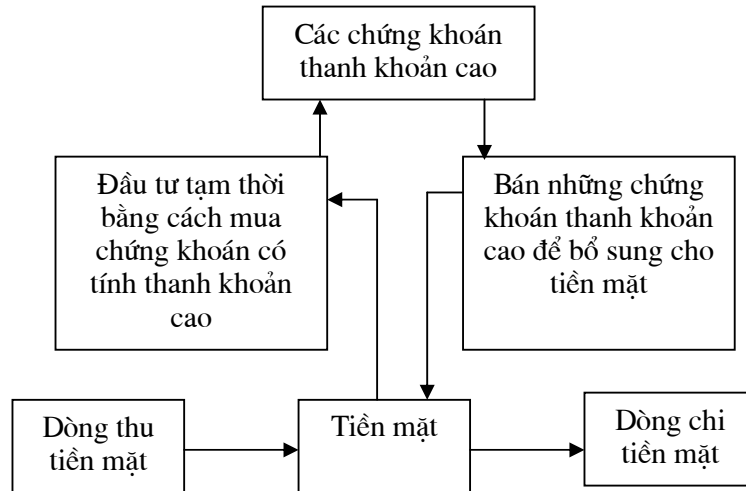
#### **8.1.2.2.2. Quản lý tiền mặt**

Quản lý tiền mặt đề cập đến việc quản lý tiền giấy và tiền gửi ngân hàng. Sự quản lý này liên quan chặt chẽ đến việc quản lý các loại tài sản gắn với tiền mặt như các loại chứng khoán có khả năng thanh khoản cao.

Các loại chứng khoán gần như tiền mặt giữ vai trò như một "*bước đệm*" cho tiền mặt, vì nếu số dư tiền mặt nhiều doanh nghiệp có thể đầu tư vào chứng khoán có khả năng thanh khoản cao, nhưng khi cần thiết cũng có thể chuyển đổi chúng sang tiền mặt một cách dễ dàng và ít tốn kém chi phí. Như vậy, trong quản trị tài chính người ta sử dụng chứng khoán có khả năng



thanh khoản cao để duy trì tiền mặt ở mức độ mong muốn. Ta có thể thấy điều này qua sơ đồ luân chuyển sau:



Từ sơ đồ trên và mô hình quản lý dự trữ EOQ cho chúng ta một cách nhìn tổng quát trong quản lý tiền mặt bởi vì cũng như các tài sản khác, tiền mặt là một hàng hoá (là tài sản) nhưng đây là hàng hoá đặc biệt- một tài sản có tính lỏng nhất.

Trong kinh doanh, doanh nghiệp cần một lượng tiền mặt và phải dùng nó để trả cho các hoá đơn một cách đều đặn. Khi lượng tiền mặt này hết, doanh nghiệp phải bán các chứng khoán có khả năng thanh khoản cao để lại có lượng tiền như ban đầu. Chi phí cho việc lưu giữ tiền mặt ở đây chính là chi phí cơ hội, là lãi suất mà doanh nghiệp bị mất đi. Chi phí đặt hàng chính là chi phí cho việc bán các chứng khoán. Khi đó áp dụng mô hình EOQ ta có lượng dự trữ tiền mặt tối ưu  $M^*$  là:

$$M^* = \sqrt{\frac{2xM_n \times C_b}{i}}$$

Trong đó:

$M^*$ : Tổng mức tiền mặt giải ngân hàng năm

$C_b$ : chi phí cho một lần bán chứng khoán thanh khoản

$i$ : lãi suất.

*Ví dụ:* Một doanh nghiệp mỗi năm phải chi một lượng tiền mặt 3600 triệu. Chi phí mỗi lần đem bán các chứng khoán thanh khoản cao là 0,5 triệu, lãi suất chứng khoán ngắn hạn là 10% năm thì lượng dự trữ tiền mặt tối ưu là:

$$M^* = \sqrt{\frac{2 \times 3600 \times 0,5}{0,1}} = 189,7 \text{ Triệu}$$

Nếu doanh nghiệp mỗi tháng phải chi lượng tiền mặt là 300 triệu thì khoảng 19 ngày phải bán chứng khoán một lần.

Mức dự trữ tiền trung bình của doanh nghiệp sẽ là  $189,7 : 2 \approx 94,8$  triệu.

Từ công thức trên cho thấy: nếu lãi suất càng cao thì người ta càng giữ ít tiền mặt và ngược lại, nếu chi phí cho việc bán chứng khoán càng cao họ lại càng giữ nhiều tiền mặt.

Trong thực tiễn hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp rất hiếm khi mà lượng tiền vào, ra của doanh nghiệp lại đều đặn và dự kiến trước được, từ đó tác động đến mức dự trữ cũng không thể đều đặn như việc tính toán trên. Bằng việc nghiên cứu và phân tích thực tiễn, các nhà kinh tế học đã đưa ra mức dự trữ tiền mặt dự kiến dao động trong một khoảng tức là lượng tiền dự trữ sẽ biến thiên từ cận thấp nhất đến giới hạn cao nhất. Nếu lượng tiền mặt ở dưới mức thấp (giới hạn dưới) thì doanh nghiệp phải bán chứng khoán để có lượng tiền mặt ở mức dự kiến, ngược lại tại giới hạn trên doanh nghiệp sử dụng số tiền vượt quá mức giới hạn mua chứng khoán để đưa lượng tiền mặt về mức dự kiến.

*Khoảng dao động của lượng tiền mặt dự kiến phụ thuộc vào ba yếu tố cơ bản sau:*

- *Mức dao động của thu chi ngân quỹ hàng ngày lớn hay nhỏ.* Sự dao động này được thể hiện ở phương sai của thu chi ngân quỹ. Phương sai của thu chi ngân quỹ là tổng các bình phương (độ chênh lệch) của thu chi ngân

quỹ thực tế càng có xu hướng khác biệt nhiều so với thu chi bình quân. Khi đó doanh nghiệp cũng sẽ quy định khoảng dao động tiền mặt cao.

- *Chi phí cố định của việc mua bán chứng khoán.* Khi chi phí này lớn người ta muốn giữ tiền mặt nhiều hơn và khi đó khoảng dao động của tiền mặt cũng lớn.

- *Lãi suất càng cao các doanh nghiệp sẽ giữ lại ít tiền và do vậy khoảng dao động tiền mặt sẽ giảm xuống.*

Khoảng dao động tiền mặt được xác định bằng công thức sau:

$$d = 3 \left( \frac{3}{4} \times \frac{C_b \times V_b}{i} \right)^{1/3}$$

Trong đó:

d: khoảng cách của giới hạn trên và giới hạn dưới của lượng tiền mặt dự trữ.

$C_b$ : chi phí của mỗi lần giao dịch mua bán chứng khoán

$V_b$ : phương sai của thu chi ngân quỹ

i: lãi suất.

Mức tiền mặt theo thiết kế được xác định như sau:

$$\text{Mức tiền mặt theo thiết kế} = \text{Mức tiền mặt giới hạn dưới} + \frac{\text{Khoảng dao động tiền mặt}}{3}$$

Đây là mô hình mà thực tế được rất nhiều doanh nghiệp áp dụng. Khi áp dụng mô hình này, mức tiền mặt giới hạn dưới thường được lấy là mức tiền mặt tối thiểu. Phương sai của thu chi ngân quỹ được xác định bằng cách dựa vào số liệu thực tế của một quỹ trước đó để tính toán.

*Ví dụ:* Công ty sông Hồng dự định lượng tiền mặt tối thiểu là 5.000 đơn vị. Phương sai của thu chi ngân quỹ hàng ngày là 490.000 đơn vị, lãi suất là 0,4%/ngày; chi phí giao dịch cho mỗi lần mua bán chứng khoán là 2 đơn vị, thì khoảng dao động của tiền mặt dự trữ sẽ là:

$$3 \times \left[ \frac{3}{4} \times \frac{2 \times 490.000}{0,008} \right]^{1/3} = 3 \times 91.875.000^3 = 1.353,7$$

Khi đó giới hạn trên sẽ là:

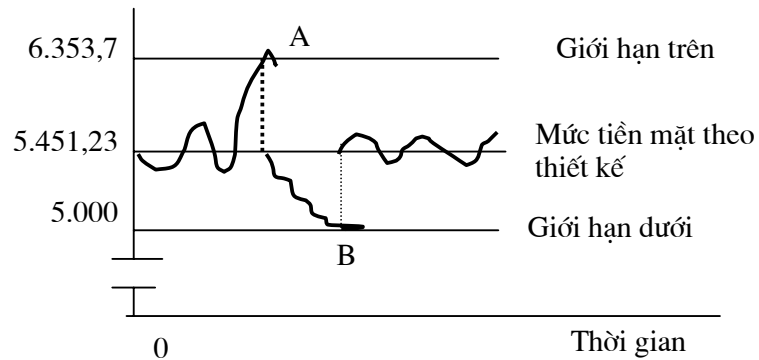
$$5.000 + 1.353,7 = 6.353,7 \text{ đơn vị}$$

Mức tiền mặt theo thiết kế là:

$$5.000 + \frac{1353,7}{3} = 5.451,23 \text{ đơn vị}$$

Trên đồ thị ta có:

Lượng tiền mặt (đơn vị)



Như vậy, khi lượng tiền mặt tăng tới 6.353,7 (điểm A) thì doanh nghiệp sẽ chuyển tiền sang chứng khoán thanh khoản cao, số tiền dùng mua chứng khoán là:

$6.353,7 - 5.451,23 = 902,47$  đơn vị. Khi lượng tiền mặt giảm xuống 5.000 đơn vị (điểm B) thì doanh nghiệp cần phải bán chứng khoán một lượng là:

$$5.451,23 - 5000 = 451,23 \text{ đơn vị}$$

Đến đây có thể đi đến kết luận, khi mà doanh nghiệp hoàn toàn dự kiến được luồng tiền vào và tiền ra một cách chắc chắn thì hầu như doanh nghiệp chỉ cần giữ lại một lượng tiền không đáng kể, còn lại sẽ đầu tư vào chứng khoán ngắn hạn để kiếm lời như phần ngân quỹ mà chúng ta đã nghiên cứu.

Thực tiễn hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp cho thấy trong các doanh nghiệp lớn, luồng tiền vào và ra của doanh nghiệp hàng ngày là rất lớn, nên chi phí cho việc mua bán chứng khoán sẽ trở nên quá nhỏ đối

với doanh nghiệp. Do vậy, hoạt động mua bán chứng khoán nên diễn ra hàng ngày ở các doanh nghiệp.

#### **8.1.2.2.3. Quản lý các khoản phải thu**

##### **a. Chính sách tín dụng thương mại**

Để thắng lợi trong cạnh tranh trên thị trường, các doanh nghiệp có thể sử dụng chiến lược về chất lượng sản phẩm, về quảng cáo, về giá cả, về dịch vụ giao hàng và các dịch vụ sau khi mua bán như vận chuyển, lắp đặt... Tuy nhiên, trong nền kinh tế thị trường, việc mua bán chịu là một việc không thể thiếu. Tín dụng thương mại có thể làm cho doanh nghiệp đứng vững trên thị trường và trở nên giàu có nhưng cũng có thể đem đến những rủi ro cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Điều đó được thể hiện trên những nét cơ bản sau:

- Tín dụng thương mại tác động đến doanh thu bán hàng. Do được trả tiền chậm nên sẽ có nhiều người mua hàng hoá của doanh nghiệp hơn, từ đó làm cho doanh thu tăng. Khi cấp tín dụng thương mại cho khách hàng thì tất nhiên doanh nghiệp bị chậm trễ trong việc trả tiền và vì tiền có giá trị theo thời gian nên doanh nghiệp sẽ quy định giá cao hơn.

- Tín dụng thương mại làm giảm được chi phí tồn kho của hàng hoá.

- Tín dụng thương mại làm cho tài sản cố định được sử dụng có hiệu quả hơn và hạn chế phần nào về hao mòn vô hình.

- Khi cấp tín dụng thương mại cho khách hàng có thể làm tăng chi phí trong hoạt động của doanh nghiệp.

- Tín dụng thương mại làm tăng chi phí đòi nợ, chi phí trả cho nguồn tài trợ để bù đắp sự thiếu hụt ngân quỹ. Thời hạn cấp tín dụng càng dài thì chi phí ròng càng lớn.

Xác suất không trả tiền của người mua làm cho lợi nhuận bị giảm, nếu thời hạn cấp tín dụng càng dài thì rủi ro càng lớn.

Với những tác động nêu trên buộc các nhà quản lý phải so sánh giữa thu nhập và chi phí tăng thêm, từ đó để quyết định có nên cấp tín dụng thương mại không? và các điều khoản trong đó như thế nào cho phù hợp. Thực tiễn cho thấy doanh thu có khuynh hướng tăng lên khi các tiêu chuẩn tín dụng được nới lỏng.

***b. Phân tích tín dụng thương mại***

*\* Phân tích khả năng tín dụng của khách hàng.*

Để thực hiện được việc cấp tín dụng cho khách hàng thì vấn đề quan trọng của nhà quản lý là phải phân tích khả năng tín dụng của khách hàng. Công việc này phải bắt đầu bằng việc doanh nghiệp xây dựng một tiêu chuẩn tín dụng hợp lý, sau đó là việc xác minh phẩm chất tín dụng của khách hàng tiềm năng. Nếu khả năng tín dụng của khách hàng phù hợp với những tiêu chuẩn tối thiểu mà doanh nghiệp đưa ra thì tín dụng thương mại có thể được cấp. Tuy nhiên, việc thiết lập các tiêu chuẩn tín dụng của các nhà quản trị tài chính phải đạt tới sự cân bằng thích hợp. Nếu tiêu chuẩn tín dụng đặt ra quá cao sẽ loại bỏ nhiều khách hàng tiềm năng và sẽ giảm lợi nhuận, còn nếu tiêu chuẩn được đặt ra quá thấp có thể làm tăng doanh thu, nhưng sẽ có nhiều khoản tín dụng có rủi ro cao và chi phí thu tiền cũng cao.

Các tài liệu được sử dụng để phân tích khách hàng có thể là kiểm tra bảng cân đối tài sản, bảng kế hoạch ngân quỹ, phỏng vấn trực tiếp, xuống tận nơi để kiểm tra tìm hiểu qua các khách hàng khác.

Khi thực hiện việc phân tích khả năng tín dụng của khách hàng người ta có thể sử dụng các phương pháp chủ yếu sau:

- Dựa vào các tiêu chuẩn tín dụng để phán đoán:

+ *Phẩm chất, tư cách tín dụng.* Tiêu chuẩn này nói lên tinh thần trách nhiệm của khách hàng trong việc trả nợ. Điều này cũng chỉ phán đoán trên cơ sở việc thanh toán các khoản nợ trước đây đối với doanh nghiệp hoặc đối với các doanh nghiệp khác.

+ *Năng lực trả nợ.* Tiêu chuẩn này được dựa vào hai cơ sở là chỉ tiêu về khả năng thanh toán nhanh và bảng dự trữ ngân quỹ của doanh nghiệp....

+ *Vốn của khách hàng.* Đây là tiêu chuẩn đánh giá về tiềm năng tài chính dài hạn.

+ *Thế chấp* là xem xét khách hàng dưới góc độ các tài sản riêng mà họ có thể sử dụng để đảm bảo cho các khoản nợ.

+ *Điều kiện kinh tế,* tức là đề cập đến khả năng phát triển của khách hàng, xu thế phát triển về ngành nghề kinh doanh của họ....

*\* Phân tích đánh giá khoản tín dụng được đề nghị.*

Cũng như rất nhiều sự phân tích lựa chọn khác, việc phân tích đánh giá khoản tín dụng thương mại được đề nghị để quyết định có nên cấp hay không được dựa vào việc tính NPV của luồng tiền.

Trong việc phân tích đánh giá này, người ta bắt đầu bằng việc giả định Công ty sông Hồng những năm gần đây không thực hiện cấp tín dụng cho khách hàng và đến nay công ty thấy cần phải thay đổi. Hiện tại có một khách hàng đề nghị khoản tín dụng 30 ngày. Trước hết cần đưa ra các ký hiệu và giả định như sau:

P- Giá bán đơn vị sản phẩm

Q- Số lượng hàng hoá bán được trong một tháng trong trường hợp thanh toán ngay.

Q'- Số lượng hàng hoá trong trường hợp bán chịu

V- Chi phí biến đổi của một đơn vị sản phẩm

r- Tỷ lệ phần trăm của hàng bán chịu không thu được tiền.

C- Chi phí cho việc đòi nợ và tài trợ bù đắp cho khoản phải thu

i- Chiết khấu tính theo tỷ lệ phần trăm đối với hàng trả tiền ngay.

R- Doanh lợi yêu cầu thu được hàng tháng.

BPV- Giá trị hiện tại ròng của việc thay đổi chính sách.

Ta có:

Trong trường hợp khách hàng thanh toán ngay thì tiền vào ngân quỹ hàng tháng là:

$$(P - V) \cdot Q$$

*Chú ý:* Luồng tiền vào ngân quỹ hàng tháng của công ty đã bỏ qua chi phí cố định, vì nó là đại lượng không đổi khi công ty thay đổi chính sách tiêu thụ sản phẩm.

Khi công ty cấp tín dụng 30 ngày cho khách hàng ta có lượng tiền vào ngân quỹ hàng tháng trong trường hợp chưa tính đến rủi ro và chiết khấu là:

$$(P - V) \cdot Q'$$

Lượng tiền vào ngân quỹ tăng thêm trong trường hợp này là:

$$(P - V) \cdot Q' - (P - V)Q = (P - V)(Q' - Q)$$

Do bán chịu cho khách hàng 30 ngày nên lượng tiền tăng thực sẽ là:

$$(P - V) \cdot (Q' - Q)$$

$$\frac{\quad}{(1 + R)}$$

Giả sử:  $P = 59$  đơn vị

$V = 25$  đơn vị

$Q = 200$

$Q' = 220$

$R = 2\%$

Lượng tiền tăng thực là:

$$(59 - 25) (220 - 200)$$

$$\frac{\quad}{(1 + 0,02)} = 470,6 \text{ đv}$$

Nếu xem xét một cách khái quát thì chi phí của việc chuyển đổi chính sách sẽ được tính như sau:

Do lượng hàng hoá tiêu thụ từ  $Q$  tăng lên  $Q'$  nên để sản xuất khối lượng sản phẩm  $(Q' - Q)$  chi phí sẽ tăng lên là:

$$V(Q' - Q) = 25(220 - 200) = 500 \text{ đv}$$

Lượng tiền  $P \cdot Q$  lẽ ra được thu ở đầu tháng, bây giờ đến tận cuối tháng.

Do vậy tổng chi phí chuyển đổi chính sách là:

$$P \cdot Q + V(Q' - Q) = 12.300 \text{ đơn vị}$$

Ta có:

NPV của

việc chuyển đổi =  $-PQ + V \cdot (Q' - Q) +$

$\frac{P \cdot Q'}{1 + 0,02}$

$$\frac{12980}{1 + 0,02}$$

$$= -12.300 + \frac{12980}{1 + 0,02} = 425,5$$



Tức là khi bỏ qua các yếu tố khác thì chính sách bán chịu là hoàn toàn có lợi

Thực tiễn hoạt động của các doanh nghiệp cho thấy khi bán chịu sẽ phát sinh rủi ro vỡ nợ của khách hàng, tức là doanh nghiệp không thu được tiền. Khi đó doanh nghiệp sẽ quy định giá bán cao hơn giá bán khi trả tiền ngay và ta có quan hệ.

$$P - P'(1 - i) \text{ hay } P' = \frac{P}{1 - i}$$

Như vậy, khi thực hiện bán chịu vừa đồng thời tăng được khối lượng tiêu thụ và vừa tăng được giá cả. Tuy nhiên, chi phí cũng được tăng thêm do phải tăng thêm chi phí cho đòi nợ và tài trợ cho khoản phải thu cũng như cho rủi ro có thể xảy ra. Lượng tiền vào ngân quỹ lúc này sẽ là:

$$\begin{aligned} & [(1 - r) \cdot P' - V] \cdot Q' \\ \text{và lượng tiền tăng thực là:} \\ & \frac{[(1-r)P' - V] \cdot Q' - (P - V)Q}{1 + R} \end{aligned}$$

Cho  $r = 2\%$ .

$P' = 60$  đơn vị ta được

$$\frac{[(1 - 0,02) \cdot 60 - 25] \cdot 200 - (59 - 25) \cdot 200}{1 + 0,02} = 2.584 \text{ đ.v.}$$

Tổng chi phí chuyển đổi chính sách là:

$$P \cdot Q + V(Q' - Q) + C \cdot P' \cdot Q'$$

và

$$\text{NPV của việc chuyển đổi} = -[PQ + V(Q' - Q) + C \cdot P' \cdot Q'] + \frac{(1 - r) \cdot P' \cdot Q'}{1 + R}$$

Khi  $C = 1,5\%$  thì  $\text{NPV} = 184,35$  đơn vị

Do vậy việc bán chịu trong điều kiện như trên là có lợi cho doanh nghiệp

*\* Theo dõi khoản phải thu*

Để quản lý các khoản phải thu, nhà quản lý phải biết cách theo dõi các khoản phải thu, trên cơ sở đó có thể thay đổi chính sách tín dụng thương mại kịp thời. Thông thường người ta dựa vào các chỉ tiêu, phương pháp và mô hình sau:

- Kỳ thu tiền bình quân (The average collection period - ACP):

$$\text{Kỳ thu tiền bình quân} = \frac{\text{Các khoản phải thu}}{\text{Doanh thu tiêu thụ bình quân 1 ngày}}$$

Chẳng hạn, tổng doanh số bán của Công ty sông Hồng trong tháng 1 là 20 triệu, tháng 2 là 35 triệu và tháng 3 là 30 triệu đồng.

Đến ngày 31/3 giá trị hoá đơn bán chịu của tháng 1 là 10% doanh số bán, tháng 2 là 30% và tháng 3 là 80%. Do vậy đến ngày 31/3 tổng giá trị các khoản phải thu là:

$$0,10 \cdot 20 + 0,30 \cdot 30 + 0,8 \cdot 30 = 35 \text{ triệu đồng}$$

$$\text{Doanh thu bình quân ngày là : } 85 : 90 = 0,94 \text{ triệu}$$

Kỳ thu tiền bình quân là:

$$35 : 0,94 \approx 37 \text{ ngày}$$

Điều này có nghĩa là phải mất 37 ngày, một đơn vị tiền bán hàng trước đó mới được thu hồi.

Do vậy, khi kỳ thu tiền bình quân tăng lên mà doanh số bán và lợi nhuận không tăng thì cũng có nghĩa là vốn của doanh nghiệp bị ứ đọng ở khâu thanh toán. Khi đó nhà quản lý phải có biện pháp can thiệp kịp thời.

- Sắp xếp "tuổi" của các khoản phải thu.

Theo phương pháp này nhà quản lý sắp xếp các khoản phải thu theo độ dài thời gian để theo dõi và có biện pháp giải quyết thu nợ khi đến hạn.

Ví dụ: Sau khi xem xét các khoản phải thu của Công ty Mê linh các nhà quản lý đã lập được bảng theo dõi các khoản phải thu bằng bảng sau:

<b>Tuổi của khoản phải thu (ngày)</b>	<b>Tỷ lệ của khoản phải thu so với tổng số cấp tín dụng</b>
0 - 15	32%
16 - 30	30%
31 - 45	19%
46- 60	12%
61- 75	4%
71- 90	3%

- Xác định số dư khoản phải thu

Theo phương pháp này, khoản phải thu sẽ hoàn toàn không chịu ảnh hưởng bởi yếu tố thay đổi theo mùa vụ của doanh số bán. Sử dụng phương pháp này doanh nghiệp hoàn toàn có thể thấy được nợ tồn đọng của khách hàng nợ doanh nghiệp. Cùng với cách theo dõi khác, người quản lý có thể thấy được ảnh hưởng của các chính sách tài chính nói chung và chính sách tín dụng thương mại nói riêng.

## **8.2. Quản lý tài sản cố định và quỹ khấu hao**

### **8.2.1. Khái niệm và phân loại TSCĐ**

#### **8.2.1.1. Tiêu chuẩn tài sản cố định**

Căn cứ vào tính chất và vai trò tham gia vào quá trình sản xuất, tư liệu sản xuất của doanh nghiệp được chia thành hai bộ phận là tư liệu lao động và đối tượng lao động. Tài sản cố định là những tư liệu lao động chủ yếu mà nó có đặc điểm cơ bản là tham gia vào nhiều chu kỳ sản xuất, hình thái vật chất không thay đổi từ chu kỳ sản xuất đầu tiên cho đến khi bị sa thải khỏi quá trình sản xuất. Mọi tư liệu lao động là từng tài sản hữu hình có kết cấu độc lập, hoặc là một hệ thống gồm nhiều bộ phận tài sản riêng lẻ liên kết với nhau để cùng thực hiện một hay một số chức năng nhất định mà nếu thiếu bất kỳ một bộ phận nào trong đó thì cả hệ thống không thể hoạt động được.

Những tư liệu lao động được coi là tài sản cố định khi đồng thời thoả mãn hai tiêu chuẩn sau:

1. *Tiêu chuẩn về thời gian*: Có thời gian sử dụng từ 1 năm trở lên.
2. *Tiêu chuẩn giá trị*: Ở nước ta hiện nay tài sản có giá trị từ 10 triệu đồng trở lên.

Trường hợp một hệ thống gồm nhiều bộ phận thiết bị riêng lẻ liên kết với nhau, trong đó mỗi bộ phận cấu thành có thời gian sử dụng khác nhau và nếu thiếu một bộ phận nào đó thì cả hệ thống vẫn thực hiện được chức năng hoạt động chính của nó, nhưng do yêu cầu quản lý, sử dụng tài sản cố định đòi hỏi phải quản lý riêng từng bộ phận thì mỗi bộ phận thiết bị nói trên, được coi là một tài sản cố định hữu hình độc lập, ví dụ: khung và động cơ trong một máy bay.

Những súc vật làm việc hoặc cho sản phẩm thì từng con được coi là tài sản cố định, từng mảnh vườn cây lâu năm cũng được coi là tài sản cố định.

Trong điều kiện tiến bộ khoa học - kỹ thuật như hiện nay- khi mà khoa học đã trở thành lực lượng sản xuất trực tiếp thì khái niệm về tài sản cố định cũng được mở rộng nó bao gồm cả những tài sản cố định không có hình thái vật chất. Loại này là những chi phí mà doanh nghiệp bỏ ra cũng đồng thời thoả mãn hai tiêu chuẩn nêu trên và thường bao gồm:

- Chi phí thành lập doanh nghiệp
- Chi phí về bằng phát minh sáng chế
- Chi phí về lợi thế kinh doanh
- ....

Khi nền kinh tế càng phát triển, tỷ trọng của những tài sản cố định vô hình ngày càng lớn.

#### **8.2.1.2. Phân loại tài sản cố định**

Để quản lý tốt tài sản cố định trong doanh nghiệp, tài sản cố định thông thường được phân thành các loại sau:

##### **8.2.1.2.1. Tài sản cố định phục vụ cho mục đích kinh doanh**

Đây là những tài sản cố định do doanh nghiệp sử dụng cho các mục đích kinh doanh kiếm lời. Loại này bao gồm:

- Tài sản cố định vô hình
- Tài sản cố định hữu hình. Loại tài sản cố định này được chia thành:

**Loại 1: Nhà cửa vật kiến trúc:** là tài sản cố định của doanh nghiệp được hình thành sau quá trình thi công xây dựng như trụ sở làm việc, nhà kho, hàng rào, tháp nước, sân bãi, các công trình trang trí cho nhà cửa đường xá, cầu cống, đường sắt, cầu cảng...

**Loại 2: Máy móc, thiết bị:** là toàn bộ, các loại máy móc, thiết bị dùng trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, như máy móc chuyên dùng, thiết bị công tác, dây chuyền công nghệ, những máy móc khác...

**Loại 3: Phương tiện vận tải, thiết bị truyền dẫn:** là các loại phương tiện vận tải đường bộ, đường sắt, đường thủy, đường ống và các thiết bị truyền dẫn như hệ thống thông tin hệ thống điện, đường ống nước, băng tải...

**Loại 4: Thiết bị, dụng cụ quản lý:** là những thiết bị, dụng cụ dùng trong công tác quản lý hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp như máy vi tính phục vụ cho quản lý, dụng cụ đo lường, kiểm tra chất lượng, máy hút ẩm, hút bụi...

**Loại 5:** Vườn cây lâu năm, súc vật làm việc hoặc cho sản phẩm, như vườn cà phê, vườn chè, vườn cao su, vườn cây ăn quả, thả cỏ..., súc vật làm việc, súc vật cho sản phẩm như đàn ngựa, đàn voi, đàn bò...

**Loại 6: Các loại tài sản cố định khác:** là toàn bộ các tài sản chưa liệt kê vào các loại nêu trên như tranh ảnh, tác phẩm nghệ thuật...

#### **8.2.1.2.2. Tài sản cố định dùng cho mục đích phúc lợi, sự nghiệp, an ninh, quốc phòng**

Đây là những tài sản cố định do doanh nghiệp quản lý sử dụng cho các mục đích phúc lợi, sự nghiệp, an ninh, quốc phòng trong doanh nghiệp. Các tài sản cố định này cũng được phân loại giống như ở mục trên.

Ngoài hai loại tài sản cố định nêu trên, trong các doanh nghiệp Nhà nước còn có thể có loại tài sản cố định bảo quản hộ, giữ hộ, cất giữ hộ nhà nước theo quyết định của các cơ quan Nhà nước có thẩm quyền.

### **8.2.2. Quản lý TSCĐ**

#### **8.2.2.1. Khấu hao TSCĐ và quản lý quỹ khấu hao**

##### **8.2.2.1.1. Hao mòn và khấu hao TSCĐ**

Trong quá trình sử dụng, TSCĐ bị hao mòn dần, đó là sự giảm dần về giá trị của TSCĐ. Có hai loại hao mòn TSCĐ là hao mòn hữu hình và hao mòn vô hình.

*Hao mòn hữu hình* là loại hao mòn do doanh nghiệp sử dụng và do môi trường. Loại hao mòn này sẽ càng lớn nếu doanh nghiệp sử dụng càng nhiều hoặc ở trong môi trường có sự ăn mòn hoá học hay điện hoá học. *Hao mòn vô hình* là loại hao mòn xảy ra do tiến bộ kỹ thuật, làm cho tài sản cố định bị giảm giá hoặc bị lỗi thời.

Do TSCĐ bị hao mòn nên trong mỗi chu kỳ sản xuất người ta tính chuyển một lượng giá trị tương đương với phần hao mòn vào giá thành sản phẩm, khi sản phẩm được tiêu thụ bộ phận tiền này được trích lại thành một quỹ nhằm để tái sản xuất TSCĐ, công việc đó gọi là khấu hao TSCĐ. Như vậy, đối với nhà quản lý tài chính cần phải xem xét tính toán mức khấu hao sao cho phù hợp với thực trạng kinh doanh của doanh nghiệp.

##### **8.2.2.1.2. Trích khấu hao TSCĐ**

Khi xác định mức trích khấu hao TSCĐ. Nhà quản lý cần xét các yếu tố sau:

- Tình hình tiêu thụ sản phẩm do TSCĐ đó chế tạo ra trên thị trường.
- Hao mòn vô hình của TSCĐ.
- Nguồn vốn đầu tư cho TSCĐ
- Ảnh hưởng của thuế đối với việc trích khấu hao
- Quy định của Nhà nước trong việc trích khấu hao TSCĐ.

Phương pháp trích khấu hao thông thường được sử dụng ở các doanh nghiệp là phương pháp khấu hao bình quân theo thời gian. Theo phương pháp này số khấu hao hàng năm được tính bằng công thức.

$$M_k = \frac{NG}{T} \quad (14.1)$$

Trong đó:

Mk: số khấu hao hàng năm

NG: nguyên giá của TSCĐ

T: thời gian sử dụng định mức của TSCĐ

Nguyên giá của TSCĐ được xác định như sau:

$$NG = NGB - D + C1 \quad (14.2)$$

Trong đó:

NGB: Giá mua ghi trên hoá đơn

D: Chiết khấu mua hàng

C1 : Chi phí vận chuyển lắp đặt và chạy thử lần đầu.

Đối với TSCĐ thuê tài chính, thì nguyên giá tài sản phản ánh ở đơn vị thuê tài sản cố định là giá trị hiện tại của các khoản chi trong tương lai, được xác định như sau:

Nếu hợp đồng thuê TSCĐ có quy định tỷ lệ lãi suất phải trả theo năm thì nguyên giá TSCĐ thuê tài chính phản ánh ở đơn vị thuê TSCĐ tính bằng công thức:

$$NG = \sum_{t=1}^n G \frac{1}{(1+i)^t}$$

Trong đó:

NG: nguyên giá TSCĐ thuê tài chính

G: giá trị các khoản chi bên thuê phải trả mỗi năm theo hợp đồng thuê.

i: lãi suất vay vốn tính theo năm ghi trong hợp đồng thuê.

n: thời hạn thuê theo hợp đồng thuê TSCĐ.

\* Ở nước ta hiện nay nguyên giá TSCĐ trong trường hợp này được tính bằng:

$$NG = \frac{1}{(1+i)^n} = \sum G$$

Trong hợp đồng không quy định lãi suất thì tỷ lệ lãi suất được xác định theo lãi suất vay vốn trên thị trường nhưng không vượt quá trần lãi suất cơ bản do ngân hàng Nhà nước công bố cho từng kỳ hạn vay vốn tương ứng.

*Ví dụ:* Công ty cho thuê tài chính A ký hợp đồng cho thuê một tài sản cố định với doanh nghiệp B. Biết rằng:

- Doanh nghiệp B thuê TSCĐ trong 5 năm
- Thời gian sử dụng TSCĐ đó được xác định là 6 năm
- Tổng số tiền doanh nghiệp B phải trả cho công ty A là 10 triệu đồng (gồm cả nợ và lãi phải trả) cho cả kỳ hạn thuê tài sản.
- Lãi suất theo năm ghi trong hợp đồng thuê tài sản là 4%.

Tài sản thuê tài chính này có nguyên giá là:

$$NG = 10 \frac{1}{(1 + 0,04)^5} = 9,219 \text{ triệu}$$

Còn trường hợp trong hợp đồng thuê TSCĐ đã xác định tổng số tiền bên đi thuê phải trả cho cả giai đoạn thuê, trong đó có ghi rõ số tiền lãi phải trả cho mỗi năm thì nguyên giá của TSCĐ thuê tài chính ở đơn vị thuê được xác định là:  $NG = \sum G - (I.n)$

*Trong đó:*  $\sum G$ : là tổng số nợ phải trả theo hợp đồng thuê.

I: số tiền lãi phải trả mỗi năm

n: số năm thuê tài sản

*Ví dụ:* Công ty tài chính Y ký hợp đồng cho thuê tài chính một TSCĐ với doanh nghiệp B, trong đó quy định:

- Doanh nghiệp B thuê TSCĐ trong 5 năm
- Tổng số tiền doanh nghiệp B phải trả cho công ty Y cho cả 5 năm là 50 triệu đồng, mỗi năm trả 10 triệu đồng, trong đó nợ phải trả là 8 triệu đồng và lãi phải trả là 2 triệu đồng.

Theo công thức trên ta có nguyên giá TSCĐ phản ánh ở đơn vị thuê là:

$$NG = 50 \text{ triệu} - (2 \text{ triệu} \times 5 \text{ năm}) = 40 \text{ triệu}$$



Trong phương pháp tính khấu hao bình quân theo năm thì số khấu hao hàng năm còn được tính bằng số tương đối là tỷ lệ khấu hao. Tỷ lệ khấu hao hàng năm được tính bằng công thức:

$$Tk = \frac{Mk}{NG} \times 100\%$$
$$\text{hay } Tk = \frac{1}{T} \times 100\%$$

*Ví dụ:* Một tài sản cố định được xác định tuổi thọ là 5 năm thì tỉ lệ khấu hao hàng năm là  $1/5 \times 100(\%) = 20\%$ .

Ngoài phương pháp tính khấu hao bình quân theo năm trong các trường hợp cụ thể chẳng hạn như tài sản được đầu tư bằng vốn vay ngân hàng, tài sản có khả năng nhanh chóng bị hao mòn vô hình... thì có thể áp dụng phương pháp khấu hao nhanh hay khấu hao lũy thoái.

*Ví dụ:* Một tài sản cố định nguyên giá 1000 đơn vị thời gian sử dụng là 5 năm được đầu tư bằng vốn vay ngân hàng, thay bằng việc trích khấu hao mỗi năm 20%, doanh nghiệp có thể chỉ thực hiện khấu hao 4 năm với tỉ lệ khấu hao lần lượt là 30%, 25%, 25%, 20% để nhanh chóng thu hồi vốn trả nợ ngân hàng.

#### **8.2.2.1.3. Quản lý số khấu hao lũy kế của tài sản cố định**

Thông thường các doanh nghiệp sử dụng toàn bộ số khấu hao lũy kế của TSCĐ để tái đầu tư, thay thế, đổi mới TSCĐ. Tuy nhiên, khi chưa có nhu cầu tái tạo lại TSCĐ, doanh nghiệp có quyền sử dụng linh hoạt số khấu hao lũy kế phục vụ cho yêu cầu kinh doanh của mình.

Trong các tổng công ty Nhà nước, việc huy động số khấu hao lũy kế của TSCĐ của các đơn vị thành viên phải tuân theo đúng các quy định về chế độ quản lý tài chính hiện hành của Nhà nước.

Quản lý quá trình mua sắm, sửa chữa, nhượng bán và thanh lý TSCĐ được thực hiện thông qua nghiên cứu dự án đầu tư của doanh nghiệp.

#### **8.2.2.2. Hiệu quả sử dụng vốn, tài sản trong doanh nghiệp**

Hiệu quả sử dụng vốn, tài sản trong doanh nghiệp là một phạm trù kinh tế phản ánh trình độ, năng lực khai thác và sử dụng vốn tài sản của

## **Chương 8: Quản lý tài sản trong doanh nghiệp**

---

doanh nghiệp vào hoạt động sản xuất, kinh doanh nhằm mục đích tối đa hoá lợi ích và tối thiểu hoá chi phí.

### **8.2.2.2.1. Hiệu quả sử dụng vốn, tài sản cố định**

*\* Hiệu suất sử dụng tài sản cố định.*

Chỉ tiêu này cho biết một đơn vị TSCĐ trong kỳ tạo ra được bao nhiêu đơn vị doanh thu, chỉ tiêu này càng lớn chứng tỏ hiệu suất sử dụng TSCĐ cao.

$$\text{Hiệu suất sử dụng TSCĐ trong 1 kỳ} = \frac{\text{Doanh thu (hoặc doanh thu thuần) trong kỳ}}{\text{TSCĐ sử dụng bình quân trong 1 kỳ}}$$

TSCĐ sử dụng bình quân trong 1 kỳ là bình quân số học của nguyên giá TSCĐ có ở đầu và cuối kỳ.

*\* Hiệu suất sử dụng vốn cố định.*

Chỉ tiêu này cho biết mỗi đơn vị vốn cố định được đầu tư vào sản xuất kinh doanh đem lại bao nhiêu đơn vị doanh thu. Chỉ tiêu này càng lớn chứng tỏ hiệu suất sử dụng vốn cố định càng cao.

$$\text{Hiệu suất sử dụng VCD trong 1 kỳ} = \frac{\text{Doanh thu (hoặc doanh thu thuần) trong kỳ}}{\text{VCD sử dụng bình quân trong 1 kỳ}}$$

VCD sử dụng bình quân trong 1 kỳ là bình quân số học của VCD có ở đầu kỳ và cuối kỳ.

VCD đầu (hoặc cuối kỳ) là hiệu số của nguyên giá TSCĐ có ở đầu (hoặc cuối kỳ)

Khấu hao lũy kế đầu kỳ là khấu hao lũy kế ở cuối kỳ trước chuyển sang.

Khấu hao lũy kế cuối kỳ = Khấu hao lũy kế đầu kỳ + Khấu hao tăng trong kỳ - Khấu hao giảm trong kỳ.

*\* Hàm lượng vốn, tài sản cố định.*

Chỉ tiêu này cho biết để tạo ra một đơn vị doanh thu cần sử dụng bao nhiêu đơn vị vốn, tài sản cố định. Chỉ tiêu này càng nhỏ chứng tỏ hiệu suất sử dụng vốn, tài sản cố định càng cao.

$$\text{Hàm lượng vốn} = \frac{\text{Vốn ((hoặc TSCĐ) sử dụng bình quân trong kỳ)}}{\text{Doanh thu thuần trong 1 kỳ}}$$

*\* Hiệu quả sử dụng vốn cố định.*

Chỉ tiêu này cho biết mỗi đơn vị vốn cố định được đầu tư vào sản xuất kinh doanh đem lại bao nhiêu đơn vị lợi nhuận ròng (lợi nhuận sau thuế)

$$\text{Hiệu quả sử dụng} = \frac{\text{Lợi nhuận ròng (lợi nhuận sau thuế)}}{\text{VCD trong 1 kỳ}} \quad \text{VCD sử dụng bình quân trong 1 kỳ}$$

Lợi nhuận sau thuế tính ở đây là phần lợi nhuận được tạo ra từ việc trực tiếp sử dụng TSCĐ, không tính các khoản lãi do các hoạt động khác tạo ra như: hoạt động tài chính, góp vốn liên doanh...

#### ***8.2.2.2.2. Hiệu quả sử dụng vốn, tài sản lưu động***

*\* Vòng quay dự trữ, tồn kho*

Chỉ tiêu này phản ánh số lần luân chuyển hàng tồn kho trong một thời kỳ nhất định, qua chỉ tiêu này giúp nhà quản trị tài chính xác định mức dự trữ vật tư, hàng hoá hợp lý trong chu kỳ sản xuất kinh doanh.

$$\text{Vòng quay} = \frac{\text{Giá vốn hàng hoá}}{\text{Dự trữ, tồn kho}} \quad \text{Tồn kho bình quân trong kỳ}$$

Hàng tồn kho bình quân là bình quân số học của vật tư, hàng hoá dự trữ đầu và cuối kỳ.

*\* Kỳ thu tiền bình quân*

Chỉ tiêu này cho biết số ngày cần thiết để thu được các khoản phải thu; chỉ tiêu này càng nhỏ chứng tỏ hiệu quả sử dụng TSLĐ càng cao.

$$\text{Kỳ thu tiền bình quân} = \frac{\text{Tổng số ngày trong 1 kỳ}}{\text{Vòng quay khoản phải thu trong kỳ}}$$

### **Chương 8: Quản lý tài sản trong doanh nghiệp**

---

$$\text{Vòng quay khoản phải thu trong kỳ} = \frac{\text{Doanh thu bán hàng trong kỳ}}{\text{Các khoản phải thu bình quân}}$$

Các khoản phải thu bình quân là bình quân số học của các khoản phải thu ở đầu và cuối kỳ.

\* *Hiệu suất sử dụng tài sản lưu động (Vòng quay tài sản lưu động).*

Chỉ tiêu này cho biết mỗi đơn vị TSLĐ sử dụng trong kỳ đem lại bao nhiêu đơn vị doanh thu thuần, chỉ tiêu này càng lớn chứng tỏ hiệu suất sử dụng tài sản lưu động cao.

$$\text{Vòng quay TSLĐ trong kỳ} = \frac{\text{Doanh thu thuần trong kỳ}}{\text{TSLĐ bình quân trong kỳ}}$$

TSLĐ bình quân trong kỳ là bình quân số học của TSLĐ có ở đầu và cuối kỳ.

Kỳ tính vòng quay TSLĐ thường là 1 năm. Khi đó TSLĐ sử dụng bình quân trong kỳ được tính theo công thức:

$$\text{TSLĐ sử dụng bình quân trong năm} = \frac{\frac{\sum \text{TSLĐ sử dụng bình quân các quý trong năm}}{\text{Số quý trong năm (4 quý)}}}{12 \text{ tháng}} = \frac{\sum \text{TSLĐ sử dụng bình quân các tháng trong năm}}{12 \text{ tháng}}$$

Trong đó, TSLĐ sử dụng bình quân mỗi tháng là bình quân số học TSLĐ có ở đầu và cuối tháng. Đến đây, TSLĐ sử dụng bình quân trong năm tính theo công thức:

$$\text{TSLĐ sử dụng bình quân trong năm} = \frac{\frac{1/2\text{TSLĐ đầu tháng 1} + \text{TSLĐ cuối tháng 1} + \dots + \text{TSLĐ cuối tháng 11} + 1/2\text{TSLĐ cuối tháng 12}}{12 \text{ tháng}}}$$

\* *Hiệu quả sử dụng TSLĐ*

Chỉ tiêu này phản ánh khả năng sinh lợi của vốn TSLĐ. Nó cho biết mỗi đơn vị TSLĐ có trong kỳ đem lại bao nhiêu đơn vị lợi nhuận sau thuế.

$$\text{Hiệu quả sử dụng TSLĐ trong kỳ} = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{TSLĐ sử dụng bình quân trong kỳ}}$$

*\* Mức đảm nhiệm TSLĐ*

Chỉ tiêu này cho biết để đạt được mỗi đơn vị doanh thu, doanh nghiệp phải sử dụng bao nhiêu phần trăm đơn vị TSLĐ. Chỉ tiêu này càng thấp, hiệu quả kinh tế càng cao.

$$\text{Mức đảm nhiệm TSLĐ} = \frac{\text{TSLĐ sử dụng bình quân trong kỳ}}{\text{Doanh thu thuần}}$$

**8.2.2.2.3. Hiệu quả sử dụng tổng tài sản**

$$(1) \text{ Hệ số sinh lợi tổng tài sản} = \frac{\text{Lợi nhuận trước thuế và lãi vay}}{\text{Tổng tài sản}}$$

$$(2) \text{ Hệ số doanh lợi} = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản}}$$

$$(3) \text{ Hiệu suất sử dụng tổng tài sản} = \frac{\text{Doanh thu thuần}}{\text{Tổng tài sản}}$$

## **CÂU HỎI ÔN TẬP**

1. Tài sản cố định và hiệu quả sử dụng tài sản cố định của doanh nghiệp?
2. Tài sản lưu động và hiệu quả sử dụng tài sản lưu động của doanh nghiệp?
3. Nội dung và phương pháp quản lý tiền của doanh nghiệp?
4. Phân biệt cổ phiếu và trái phiếu doanh nghiệp?
5. Nhận xét về tiến trình cải cách doanh nghiệp Nhà nước ở Việt Nam?

## **CHƯƠNG 9**

# **KẾ HOẠCH HÓA TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP**

Một yếu tố quyết định sự thành bại của một doanh nghiệp trên thị trường là chiến lược phát triển. Chiến lược phát triển đúng sẽ bảo đảm khả năng cạnh tranh lâu dài cho doanh nghiệp và bảo đảm cho doanh nghiệp phát triển bền vững. Chiến lược của doanh nghiệp phản ánh tầm nhìn của các nhà quản lý đối với hoạt động của doanh nghiệp trong một môi trường không thường xuyên ổn định. Chiến lược của doanh nghiệp được thể hiện bằng các kế hoạch có kỳ hạn khác nhau và các mảng hoạt động khác nhau. Có thể nói kế hoạch hóa tài chính là trọng tâm của kế hoạch hóa hoạt động doanh nghiệp. Cùng với các kế hoạch tài chính, các kế hoạch khác sẽ được lập để đảm bảo cho doanh nghiệp đạt được các mục tiêu mong muốn.

Thông qua kế hoạch hóa tài chính, các chỉ tiêu hướng dẫn của doanh nghiệp sẽ được thiết lập.

### **9.1. Tổng quan về kế hoạch hóa tài chính**

Kế hoạch hóa tài chính bao gồm: 1) Xác định các chỉ tiêu tài chính của doanh nghiệp; 2) Phân tích sự khác biệt giữa những mục tiêu xác định với tình trạng hiện tại của doanh nghiệp; và 3) Báo cáo về các hoạt động của doanh nghiệp nhằm đạt được các mục tiêu tài chính đã đề ra.

Kế hoạch hóa tài chính là một quá trình bao gồm:

- Phân tích các lựa chọn về tài trợ và đầu tư của doanh nghiệp.
- Dự tính các hiệu ứng trong tương lai của các quyết định hiện tại.
- Quyết định thực hiện các phương án (các quyết định này được thể hiện trong kế hoạch tài chính cuối cùng).
- So sánh kết quả hoạt động với các mục tiêu ban đầu.

Kế hoạch hóa tài chính được thiết lập theo thời gian và mức độ tập trung. Thời gian được thể hiện ở thời hạn kế hoạch hóa. Mức độ tập trung biểu hiện kế hoạch do cấp nào xây dựng.

### **9.1.1. Phạm vi kế hoạch hóa tài chính**

Các nhà lập kế hoạch tài chính xem xét tất cả các hoạt động của doanh nghiệp chứ không xem xét từng hoạt động cụ thể.

Các kế hoạch phải phản ánh được các thay đổi có thể xảy ra của môi trường và các hoạt động của doanh nghiệp được nhìn nhận dưới các điều kiện khác nhau. Một kế hoạch tài chính là một dự toán về những hoạt động sẽ được hoàn thành trong tương lai nên nó phải phản ánh được các yếu tố có tính tương lai.

Ví dụ, ngay từ đầu quá trình kế hoạch hóa tài chính, người ta có thể yêu cầu các bộ phận của doanh nghiệp nộp lên 3 phương án kế hoạch kinh doanh trong vòng 5 năm tới, 3 phương án này bao gồm:

*Thứ nhất - Một kế hoạch tăng trưởng mạnh:* yêu cầu vốn đầu tư lớn và sản xuất sản phẩm mới, làm tăng thị phần hiện tại hoặc thâm nhập thị trường mới.

*Thứ hai - Một kế hoạch tăng trưởng bình thường:* trong đó, tăng trưởng các thị trường hiện tại không đòi hỏi chi tiêu lớn hơn so với các đối thủ cạnh tranh.

*Thứ ba - Một kế hoạch cắt giảm:* kế hoạch này được thiết kế nhằm tối thiểu hóa vốn đầu tư yêu cầu.

Và cuối cùng, người lập kế hoạch có thể bổ sung một phương án *Thứ 4: Phương án bán hoặc giải thể doanh nghiệp.*

Mỗi một phương án trên có kèm theo báo cáo về các luồng tiền dự tính. Do vậy các phương án có thể được phân tích như là 4 dự án. Các nhà lập kế hoạch tài chính thường tránh lập kế hoạch trên cơ sở từng dự án riêng lẻ. Tuy nhiên, cũng có những dự án đủ lớn để có thể được xem xét như là một dự án riêng lẻ.

### **9.1.2. Kế hoạch hóa tài chính và các dự báo tài chính**

Các dự báo được tập trung hầu hết vào các kết quả tương lai. Các nhà lập kế hoạch tài chính không chỉ quan tâm đến các dự báo mà còn quan tâm đến các sự kiện khác. Nếu như tính trước được những điều gì không thuận lợi có thể xảy ra thì có thể phản ứng một cách nhanh nhạy hơn khi điều đó xảy ra.

Kế hoạch hóa tài chính cũng không nhằm tối thiểu hóa rủi ro. Trên thực tế, nó là một quá trình quyết định loại rủi ro nào phải chấp nhận và loại rủi ro nào không cần thiết phải chấp nhận.

Với mỗi thay đổi dự tính của thị trường hay một quyết định đưa ra khác nhau thì hiệu ứng xảy ra sau đó sẽ khác nhau. Mỗi quan hệ nhân quả này đều được các doanh nghiệp xem xét một cách cụ thể. Ví dụ, người ta có thể xem xét hậu quả đối với một phương án tăng trưởng nhanh nếu như suy thoái kinh tế sẽ diễn ra. Một số doanh nghiệp khác có thể xem xét các hiệu ứng của mỗi kế hoạch tài chính theo 2 tình huống có thể xảy ra: tốt và xấu.

### **9.2. Nội dung của một kế hoạch tài chính hoàn chỉnh**

Một kế hoạch tài chính hoàn chỉnh của một doanh nghiệp lớn thường được thiết lập với quy mô lớn và khá phức tạp. Còn đối với một doanh nghiệp nhỏ thì kế hoạch tài chính đơn giản hơn. Tuy nhiên, những nội dung cơ bản của kế hoạch tài chính đều như nhau đối với các loại hình doanh nghiệp có quy mô khác nhau.

Kế hoạch tài chính được biểu hiện qua các báo cáo tài chính dự báo: Bảng cân đối kế toán, Báo cáo kết quả kinh doanh và Báo cáo lưu chuyển tiền tệ.

Kế hoạch tài chính thể hiện những dự báo về doanh thu và chi phí, đồng thời, nó cũng phản ánh những luồng tiền vào ra của doanh nghiệp. Đặc biệt, những chi phí và những khoản chi thường được phân loại theo mục đích khác nhau (ví dụ như đầu tư thay thế, đầu tư mở rộng, đầu tư cho sản phẩm mới hay đầu tư thiết bị chống ô nhiễm), theo bộ phận hoặc theo loại hình kinh doanh. Bên cạnh đó, có những thuyết minh về nguyên nhân phát sinh chi phí cũng như nguyên nhân phát sinh luồng tiền để đạt được các mục tiêu tương ứng. Các thuyết minh được thực hiện đối với các lĩnh vực như: nghiên cứu và triển khai, thiết kế và tiếp thị sản phẩm mới, chiến lược định giá v.v...

Những thuyết minh trên được lập trên cơ sở kết quả của các cuộc thảo luận và đàm phán giữa các nhà quản lý tác nghiệp, nhân viên văn phòng và các nhà quản lý cấp cao (Hội đồng quản trị, Ban giám đốc của doanh nghiệp). Thông quan văn bản đó, các đối tượng liên quan đến thực hiện kế hoạch sẽ hiểu được những công việc phải hoàn thành.



### **9.2.1. Kế hoạch hoá nguồn vốn ( Nguồn tài trợ)**

Kế hoạch nguồn vốn cần được xây dựng một cách logic và phù hợp với chính sách chia cổ tức, bởi vì nếu doanh nghiệp trả nhiều cổ tức, doanh nghiệp đó sẽ phải tìm nhiều hơn nguồn vốn từ bên ngoài.

Tính phức tạp và tầm quan trọng của kế hoạch tạo vốn rất khác nhau giữa doanh nghiệp này với doanh nghiệp khác. Một doanh nghiệp với các cơ hội đầu tư hạn chế, dư thừa luồng tiền hoạt động và chính sách trả cổ tức vừa phải sẽ không tận dụng khả năng vay. Các nhà quản lý của những doanh nghiệp như vậy không gặp khó khăn trong việc lập kế hoạch tìm kiếm các nguồn tài trợ. Tuy nhiên, liệu điều đó có hợp với ý muốn của các cổ đông không lại là một vấn đề khác.

Các doanh nghiệp khác phải tạo vốn bằng cách bán các chứng khoán. Đương nhiên, họ phải rất thận trọng trong việc lựa chọn loại chứng khoán và thời điểm bán cũng như phương thức bán. Kế hoạch tài trợ của những doanh nghiệp như vậy có thể rất phức tạp với những ràng buộc của những điều khoản về các khoản nợ hiện tại. Ví dụ, trái phiếu điện lực ở Mỹ thường có điều khoản cấm doanh nghiệp phát hành thêm trái phiếu nếu như lãi suất hạ thấp xuống dưới một mức nào đó.

### **9.2.2. Các yêu cầu cần thiết để kế hoạch hóa có hiệu quả**

Các yêu cầu cần thiết để kế hoạch hóa có hiệu quả phụ thuộc vào mục tiêu kế hoạch hóa và kết quả mong muốn cuối cùng. Có 3 yêu cầu chính sau đây:

#### **a. Dự báo**

Trước hết là khả năng dự báo phải chính xác và nhất quán. Việc đưa ra các dự báo chính xác hoàn toàn là không thể. Tuy nhiên, doanh nghiệp cần phải dự báo càng chính xác càng tốt.

Việc dự báo không thể được đơn giản hóa xuống thành một bài tập dự báo đơn thuần, ước lượng trung thực và các xu hướng phù hợp với các dữ liệu quá khứ chỉ có một giá trị nhất định.

Thay cho phán quyết, các dự báo được dựa vào các nguồn dữ liệu và các phương pháp dự báo khác nhau. Ví dụ, các dự báo về môi trường kinh tế và công nghiệp có thể liên quan đến việc sử dụng các mô hình kinh tế lượng,

trong đó có tính đến các tác động qua lại của các biến số kinh tế. Trong các trường hợp khác, nhà dự báo có thể sử dụng các phương pháp thống kê trong việc phân tích và dự tính các chuỗi thời gian. Dự báo về nhu cầu, về hành vi người tiêu dùng thường được dựa trên những thay đổi của môi trường kinh tế, các điều tra mới nhất mà doanh nghiệp có thể tiếp cận được.

Do thông tin và kiến thức chuyên môn có thể bị phân tán một cách không thuận lợi nên muốn kế hoạch hóa tài chính có hiệu quả, các nhà quản lý không được bỏ qua các yếu tố đó. Đồng thời, nhiều nhà kế hoạch còn yêu cầu sự giúp đỡ từ bên ngoài. Hiện nay, ngành dự báo đang phát đạt, với sự ra đời và phát triển của các công ty, ví dụ như Công ty số liệu (Data Resources, Inc. DRI) và Công ty Kinh tế lượng Chase (Chase Econometrics) của Mỹ chuyên về lập các dự báo kinh tế vĩ mô và các ngành phục vụ cho các doanh nghiệp.

Trên thực tế, kế hoạch hóa thường được tiến hành trong một môi trường độc lập. Khả năng của doanh nghiệp trong việc thực thi một kế hoạch tăng trưởng mạnh và tăng thị phần tùy thuộc vào các đối thủ của doanh nghiệp sẽ làm gì. Khi được trình các dự báo về doanh nghiệp, cần xem xét các yếu tố "đằng sau" các dự báo và cố gắng xác định mô hình kinh tế - cơ sở của các dự báo.

Tính không nhất quán của các dự báo là một vấn đề tiềm ẩn bởi vì chúng được các nhà kế hoạch đưa ra từ những nguồn thông tin khác nhau.

*Ví dụ:* Doanh thu dự báo có thể là tổng của các dự báo riêng lẻ do các nhà quản lý các bộ phận khác nhau. Trong khi đó, các công cụ được sử dụng trong dự báo của các nhà quản lý này có thể dựa trên các giả thiết khác nhau về lạm phát, về tăng trưởng kinh tế, về tính sẵn có của nguyên vật liệu...

Đảm bảo được tính nhất quán là đặc biệt khó khăn đối với các doanh nghiệp có cấu trúc dọc, ở đó nguyên vật liệu cho một bộ phận là sản phẩm của một bộ phận khác. Ví dụ, một doanh nghiệp lọc dầu có thể lập kế hoạch sản xuất nhiều xăng hơn là bộ phận marketing lập kế hoạch bán xăng. Các nhà kế hoạch của doanh nghiệp lọc dầu này có thể làm rõ được tính không nhất quán trên và liên kết kế hoạch của 2 bộ phận với nhau.

Các doanh nghiệp thường nhận thấy rằng việc đạt được các dự báo tổng hợp có tính nhất quán về doanh thu, luồng tiền, thu nhập và các dự báo

khác là rất phức tạp và tốn thời gian. Tuy nhiên, nhiều tính toán cần thiết có thể được thực hiện một cách tự động bởi mô hình kế hoạch hóa.

### **b. Xác định kế hoạch tài chính tối ưu**

Nhà kế hoạch nào cũng phải lựa chọn được kế hoạch tốt nhất. Người ta luôn mong muốn có một mô hình mà nhờ đó họ có thể biết được một cách chính xác cách đánh giá đó. Nhưng không thể có một mô hình hay một công thức nào chứa đựng tất cả tính phức tạp và yếu tố vô hình liên quan trong kế hoạch hóa tài chính.

Thực tế cho thấy sẽ không bao giờ có một công cụ như vậy. Tuyên bố này được dựa trên định lý thứ 3 do Brealey và Myers đưa ra:

*Tiên đề:* Nguồn cung cấp của các vấn đề chưa giải quyết được là vô hạn.

*Tiên đề:* Số lượng các vấn đề chưa giải quyết mà người ta có thể có nghĩ đến tại bất kỳ thời điểm nào chỉ giới hạn đến 10.

*Định lý:* Do vậy, trong bất kỳ lĩnh vực nào sẽ luôn có 10 vấn đề được đề cập nhưng chưa có giải pháp cho chúng.

Các nhà kế hoạch tài chính phải đối mặt với những vấn đề chưa được giải quyết và xử lý theo cách thức tốt nhất mà họ có thể - bằng cách phán quyết.

Các nhà kế hoạch bắt đầu mục tiêu của doanh nghiệp bằng các con số kế toán. Họ có thể nói, "mục tiêu của chúng tôi là đạt được tốc độ tăng doanh thu hàng năm là 20%" hoặc "chúng tôi muốn đạt tỷ lệ thu nhập 25% trên vốn chủ sở hữu theo sổ sách và doanh lợi doanh thu 10%".

Các mục tiêu trên không có nghĩa. Các cổ đông muốn giàu có hơn chứ không chỉ thỏa mãn với 10% doanh lợi. Một mục tiêu được đưa ra dưới dạng tỷ lệ kế toán không có ý nghĩa trừ phi nó được diễn giải theo nghĩa của các quyết định kinh doanh. Ví dụ 10% doanh lợi có nghĩa là giá cao hơn, chi phí thấp hơn, chuyển sang sản phẩm mới với suất doanh lợi cao hơn hay là tăng sự phối hợp theo trực dọc trong sản xuất có hiệu quả hơn.

Tuy nhiên, cách nêu mục tiêu như vậy có tác dụng cổ vũ mọi người cùng làm việc tích cực hơn, giống như là hát bài hát của công ty trước khi làm việc. Bên cạnh đó, có thể các nhà quản lý thường sử dụng một mặt mã

riêng để chuyển tải nội dung thực. Ví dụ, mục tiêu tăng nhanh doanh thu có thể phản ánh lòng tin của nhà quản lý rằng thị phần tăng lên là cần thiết để đạt được ưu thế sản xuất hàng loạt, hoặc mục tiêu suất doanh lợi doanh thu có thể là một cách để nói rằng công ty đang nỗ lực tăng doanh thu và giảm chi phí.

c. Xem xét việc thực hiện kế hoạch tài chính.

Kế hoạch tài chính dài hạn có một nhược điểm là bị lạc hậu gần như ngay sau khi lập. Sau đó thì chúng rất dễ bị bỏ quên. Tất nhiên là người ta có thể bắt đầu lại quá trình kế hoạch hóa từ con số không. Tuy nhiên, sẽ có ích hơn nếu như bạn nghĩ trước được là cần phải xem lại kế hoạch của mình như thế nào khi có những biến cố không mong đợi xảy ra. Ví dụ, giả sử lợi nhuận trong 6 tháng đầu tiên thấp hơn 10% so với số dự báo. Nghiên cứu cho thấy không có một khả năng nó sẽ trở lại mức cũ sau khi bị giảm sút. Khi đó, nên xem xét giảm 10% số lợi nhuận dự báo cho những năm sau.

Chúng ta lưu ý rằng các kế hoạch dài hạn có thể được sử dụng như là những điểm mốc cho việc đánh giá một chuỗi kết quả hoạt động. Nhưng việc đánh giá kết quả hoạt động sẽ có rất ít giá trị trừ phi tính đến môi trường kinh doanh mà chúng hoạt động. Nếu như biết được rằng một sự suy giảm trong nền kinh tế sẽ "ném" nhà lập kế hoạch ra khỏi kế hoạch như thế nào, nhà lập kế hoạch sẽ có được tiêu chuẩn để đánh giá hoạt động của doanh nghiệp trong quá trình suy giảm đó.

### **9.2.3. Kế hoạch hóa tài chính và quản lý một tập hợp các "quyền".**

Một vấn đề quan trọng khác trong kế hoạch hóa tài chính là sự phụ thuộc của các cơ hội đầu tư trong tương lai vào các quyết định đầu tư hiện tại. Chúng ta thường đầu tư xâm nhập vào thị trường với các lý do có tính chiến lược, tức là không phải vì khoản đầu tư hiện tại có giá trị hiện tại ròng dương mà vì nó tạo lập cho doanh nghiệp vị trí trên thị trường và nó tạo ra các lựa chọn cho các khoản đầu tư tiềm năng có giá trị tiếp theo.

Nói một cách khác, có một quyết định 2 giai đoạn. Giai đoạn 2 (dự án tiếp theo) nhà quản lý tài chính đối mặt với vấn đề chuẩn mực về dự toán vốn đầu tư. Nhưng ở giai đoạn thứ nhất các dự án có thể có giá trị bước đầu cho các quyền mà nó mang lại. Nhà quản lý tài chính cần đánh giá một "giá

trị chiến lược" của dự án giai đoạn thứ nhất qua việc đánh giá giá trị các quyền mà nó mang lại.

Một số trường hợp có thể có 3 giai đoạn hoặc hơn. Ví dụ như một quá trình đổi mới công nghệ từ sự khởi đầu của nó trong nghiên cứu cơ sở cho đến việc thiết kế sản phẩm, sản xuất thử và tung thử ra thị trường và cuối cùng là sản xuất thương mại. Quyết định về số lượng sản xuất thương mại là một vấn đề tiêu chuẩn về ngân quỹ. Quyết định về sản xuất và tung thử ra thị trường giống như mua một quyền để sản xuất với số lượng thương mại. Vốn đầu tư để thiết kế sản phẩm giống như là mua một quyền để sản xuất và tung thử ra thị trường: doanh nghiệp mua một quyền để mua một quyền khác.

Kế hoạch hóa tài chính tự trung lại không phải là tìm kiếm một kế hoạch đầu tư riêng lẻ mà là quản lý một tập hợp các quyền mà doanh nghiệp nắm giữ. Tập hợp này không bao gồm các quyền bán và quyền mua thương mại mà bao gồm các quyền thực (các quyền mua tài sản thực với các điều khoản thuận lợi) hoặc các quyền mua các tài sản thực khác. Chúng ta có thể xem xét kế hoạch hóa tài chính một phần như một quá trình:

#### Mua các quyền thực

Duy trì các quyền này không giống như các quyền tài chính, quyền thực được đặt trên cơ sở công nghệ, thiết kế sản phẩm có tính cạnh tranh khác. Loại này thường mất giá trị nếu ta không quan tâm và bỏ quên chúng.

Thực hiện các quyền thực có giá trị đúng thời điểm cần thiết.

Thanh lý các quyền mà nếu duy trì chúng thì sẽ quá tốn kém hoặc quá đắt.

### **9.3. Các mô hình kế hoạch hóa tài chính**

Hầu hết các mô hình kế hoạch hóa tài chính doanh nghiệp là các mô hình mô phỏng được thiết kế để dự tính các hiệu ứng của các chiến lược tài chính phương án theo các giả thiết tương ứng về tương lai. Các mô hình có nhiều loại từ mức độ rất đơn giản đến rất phức tạp, bao gồm hàng trăm phương trình với các biến số tác động qua lại lẫn nhau.

Phần lớn các doanh nghiệp lớn đều có các mô hình kế hoạch hóa tài chính riêng của mình hoặc sử dụng các mô hình phù hợp. Có thể một số doanh nghiệp sử dụng 2 mô hình hoặc hơn, ví dụ như có mô hình chi tiết

phục vụ cho ngân quỹ và kế hoạch hóa tác nghiệp, mô hình đơn giản hơn cho tác động tổng thể của chiến lược tài chính, và mô hình đặc biệt đánh giá việc sáp nhập.

Các mô hình trở nên phổ biến là do tính đơn giản hóa và tính thực tiễn của chúng. Chúng hỗ trợ cho quá trình kế hoạch hóa tài chính bằng việc làm cho quá trình lập các báo cáo tài chính dự tính trở nên dễ dàng và ít tốn kém hơn. Chúng tự động hóa phần tính toán của kế hoạch hóa.

Việc lập trình cho những mô hình kế hoạch hóa tài chính cần nhiều kỹ năng lập trình và thời gian máy vi tính với giá cao. Ngày nay, các chương trình phần mềm có bảng tính như Lotus 1-2-3, Microsoft Excel thường được sử dụng để giải các bài toán kế hoạch hóa tài chính phức tạp.

### **Ví dụ về mô hình kế hoạch hóa tài chính của doanh nghiệp**

Biểu 9.1 sau đây là các báo cáo tài chính của công ty Fruit năm N. Theo những số liệu này, công ty đang hoạt động bình thường trên mọi phương diện. Lợi nhuận trước thuế và lãi vay của nó đạt 10% doanh thu. Lợi nhuận sau thuế đạt 90.000 đơn vị tiền tệ (đv) sau khi trả thuế và lãi vay 400.000 đv với lãi suất 9%. Công ty trả cổ tức 60% của lợi nhuận sau thuế.

Như trên biểu 9.1 thể hiện, trong năm, tiền của công ty không đủ để trả cổ tức và cung cấp cho đầu tư cần thiết và tăng vốn lưu động ròng. Do vậy, công ty phát hành thêm 64.000 đv cổ phiếu. Kết thúc năm, nợ của công ty chiếm 40% tổng nguồn vốn.

Giả sử phải lập các báo cáo kế hoạch năm N+1 cho công ty với các giả định yêu cầu như bình thường trừ giả định mới sau đây:

Doanh thu và chi phí hoạt động dự tính tăng 30% so với năm N

Công ty không phát hành thêm cổ phiếu

Lãi suất tiền vay được giữ ở mức 9%

Công ty duy trì trả cổ tức 60% của lợi nhuận sau thuế

Vốn lưu động ròng và tài sản cố định tăng lên 30% tương ứng với mức tăng doanh thu.

**Biểu 9.1: Các báo cáo tài chính năm N của công ty Fruit**

Đơn vị: 1000 đơn vị tiền tệ

<b>BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH</b>			
Doanh thu (DT)	2160,0		
Giá vốn hàng bán (GV)	1944,0		
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	216,0		
Lãi tiền vay (LV) <sup>a</sup>	36,0		
Lợi nhuận trước thuế	180,0		
Thuế thu nhập 50% (TH)	90,0		
Lợi nhuận sau thuế (LNST)	90,0		
<b>NGUỒN VÀ SỬ DỤNG NGUỒN</b>			
Nguồn			
Lợi nhuận sau thuế (LNST)	90,0		
Khấu hao (KH) <sup>b</sup>	80,0		
Luồng tiền hoạt động	170,0		
Tiền vay (TV)	0		
Phát hành cổ phiếu (CF)	64,0		
Tổng nguồn	234,0		
Sử dụng			
Tăng vốn lưu động ròng (TVLĐR)	40,0		
Đầu tư (ĐT)	140,0		
Trả cổ tức (CT)	54,0		
Tổng sử dụng	234,0		
<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN</b>			
	N	N-1	Thay đổi
Tài sản			
Vốn lưu động ròng (VLĐR) <sup>c</sup>	200,0	160,0	40,0
Tài sản cố định (TSCĐ)	800,0	740,0	60,0 <sup>d</sup>
Tổng tài sản	1000,0	900,0	100,0
Nợ và vốn chủ sở hữu			
Nợ	400,0	400,0	0
Vốn chủ sở hữu (VCSH)	600,0	500,0	100,0 <sup>e</sup>
Tổng nguồn vốn	1000,0	900,0	100,0

## **Chương 9: Kế hoạch hoá tài chính doanh nghiệp**

---

Ghi chú biểu 9.1:

1. <sup>a</sup> Lãi vay được tính với 9% của số nợ hiện tại là 400.000 đv.
  2. <sup>b</sup> Khấu hao là chi phí không xuất quỹ, do vậy nó được cộng trở lại khi tính luồng tiền.
  3. <sup>c</sup> Vốn lưu động ròng được tính bằng tài sản lưu động trừ nợ ngắn hạn.
  4. <sup>d</sup> Tăng giá trị ghi sổ của TSCĐ bằng đầu tư trừ khấu hao.
- <sup>e</sup> Vốn chủ sở hữu tăng lên bằng số lợi nhuận sau thuế trừ cổ tức.

Các giả định trên đưa đến các báo cáo kế hoạch trong biểu 9.2. Lưu ý rằng lợi nhuận sau thuế tăng 23% lên 11.000 đv. Trong khi đó báo cáo nguồn và sử dụng nguồn chỉ ra rằng công ty phải vay thêm 404.000 đv để tăng vốn lưu động ròng, để thay thế và mở rộng tài sản cố định. Việc công ty duy trì chính sách trả cổ tức cao và không phát hành thêm cổ phiếu làm cho công ty phải vay bổ sung 225.000 đv. Kết quả là trong cơ cấu vốn, nợ tăng lên chiếm 50%.

Mô hình để tính toán ra kết quả ở biểu 9.2 được lập theo cách tiết kiệm thời gian tính toán cho chúng ta. Các tính toán giờ đây chỉ mất vài phút trong ví dụ này nếu như chúng ta lập các công thức một cách chính xác và không mắc những lỗi về số học. Việc tiết kiệm thời gian sẽ có ý nghĩa rất lớn nếu phải lập các báo cáo kế hoạch không chỉ cho một năm mà cho nhiều năm và xem xét các phương án với các giả định khác nhau: ví dụ về tốc độ tăng trưởng, về mức lãi suất hoặc các chiến lược khác nhau về tỷ lệ trả cổ tức. Việc này đòi hỏi rất nhiều tính toán. Do đó xây dựng mô hình và sử dụng máy vi tính rõ ràng là mang lại lợi ích rất lớn.

Các giả thiết biểu 9.2:

- GV giả sử duy trì ở mức 90% của doanh thu
- LV 9% của nợ.
- TH thuế suất giữ nguyên 50%
- KH duy trì 10% nguyên giá TSCĐ
- TN Nợ tăng thêm để bảo đảm đủ các khoản chi
- CF Công ty không phát hành thêm
- TVLĐR Vốn lưu động ròng tăng lên bảo đảm tăng doanh thu
- ĐT TSCĐ tăng lên để bảo đảm tăng doanh thu, số đầu tư bảo đảm bù đắp khấu hao của năm và phân tăng đó
- Cổ tức: Trả 60% của lợi nhuận sau thuế
- VCSH tăng lên bằng LNST để lại cộng cổ phiếu phát hành thêm



**Biểu 9.2: Các báo cáo kế hoạch năm N+1 của công ty Fruit (Đơn vị: 1000 đơn vị tiền tệ)**

<b>BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH</b>			
Doanh thu (DT)	2808,0		
Giá vốn hàng bán (GV)	2527,0		
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	281,0		
Lãi tiền vay (LV)	59,0		
Lợi nhuận trước thuế	222,0		
Thuế thu nhập 50% (TH)	111,0		
Lợi nhuận sau thuế (LNST)	111,0		
<b>NGUỒN VÀ SỬ DỤNG NGUỒN</b>			
Nguồn			
Lợi nhuận sau thuế (LNST)	111,0		
Khấu hao (KH)	104,0		
Luồng tiền hoạt động	215,0		
Tiền vay (TV)	255,6		
Phát hành cổ phiếu (CF)	0		
Tổng nguồn	470,6		
Sử dụng			
Tăng vốn lưu động ròng (TVLĐR)	60,0		
Đầu tư (ĐT)	344,0		
Trả cổ tức (CT)	66,6		
Tổng sử dụng	470,6		
<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN</b>			
	1997	1996	Thay đổi
Tài sản			
Vốn lưu động ròng (VLĐR)	260,0	200,0	60,0
Tài sản cố định (TSCĐ)	1040,0	800,0	240,0
Tổng tài sản	1300,0	1000,0	300,0
Nợ và vốn của chủ			
Nợ (N)	655,6	400,0	255,6
Vốn chủ sở hữu (VCSH)	644,4	600,0	44,4
Tổng nguồn vốn	1300,0	1000,0	300,0

Biểu 9. 3 đưa ra 15 phương trình sử dụng cho mô hình của công ty Fruit. Mỗi một biến số cần một phương trình để chúng ta có thể xây dựng nên các báo cáo kế hoạch như ở biểu 9.1 và biểu 9.2. Trong các phương trình trên, có 6 phương trình xác định kế toán bảo đảm báo cáo kết quả kinh doanh, bảng cân đối tài sản, cân đối nguồn và sử dụng nguồn phải phù hợp.

Chức năng của các phương trình đó như sau: Các phương trình 1 và 8 đặt doanh thu và phát hành cổ phiếu bằng giá trị người lập mô hình xác định. Các phương trình 2, 12 và 13 xác định giá vốn hàng bán, vốn lưu động ròng và tài sản cố định theo tỷ lệ không đổi so với doanh thu. Các phương trình còn lại xác lập mối quan hệ giữa lợi tức và nợ (3), thuế và lợi nhuận (4), khấu hao và tài sản cố định (6), và cổ tức và lợi nhuận sau thuế (11).

Các dữ liệu cho mô hình bao gồm 9 mục: dự báo về doanh thu (DT), quyết định về phát hành cổ phiếu (CF); và 7 hệ số từ a1 đến a7 cụ thể là tỷ lệ giá vốn hàng bán trên doanh thu, lãi suất tiền vay... Ví dụ như trong mô hình đang được đề cập, a5 là tỷ lệ trả cổ tức trên lợi nhuận sau thuế. Trong mô hình, nó được thể hiện là  $a5 = 0,6$ .

Biểu 9.4 mô tả cách thức mô hình hoạt động. Trong biểu, chúng ta nhập các dữ liệu về doanh thu, cổ phiếu và các hệ số từ a1 đến a7 phù hợp với các giả thiết tương ứng trên biểu 2. Và chúng ta có thể sử dụng mô hình để dự đoán kết quả hoạt động của công ty. Tất cả 9 dữ liệu cần được nạp vào máy vi tính, ra lệnh cho máy giải 15 phương trình đồng thời

Ví dụ trên đây về các kế hoạch báo cáo của Công ty Fruit là ví dụ rất đơn giản về mô hình tài chính. Tuy nhiên, với cách thức tương tự, chúng ta có thể lập các mô hình áp dụng cho kế hoạch hóa phức tạp hơn trong thực tế.

**Biểu 9.3: Mô hình tài chính của Công ty Fruit**

**CÁC PHƯƠNG TRÌNH CỦA BÁO CÁO KQKD**

- (1) DT = do người sử dụng mô hình dự báo  
 (2) GV = a1DT (a1 = tỷ lệ giá vốn/doanh thu)  
 (3) LV = a2N (a2 = lãi suất)  
 (4) TH = a3(DT - GV - LT) (a3 = thuế suất thu nhập)  
 (5) LNST = DT - GV - LV - TH (Quan hệ kế toán)

**CÁC PHƯƠNG TRÌNH CỦA BÁO CÁO LUỒNG TIỀN**

- (6) KH = a4TSCĐ (a4 = tỷ lệ khấu hao) (7) TN  
 = TVLĐR + ĐT + CT - LNST - KH - CF (Quan hệ kế toán)  
 (8) CF = Do người sử dụng mô hình xác định  
 (9) TVLĐR = VLĐR - VLĐR(-1) (Quan hệ kế toán)  
 (10) ĐT = KH + TSCĐ - TSCĐ(-1) (Quan hệ kế toán)  
 (11) CT = a5LNST (a5 = Tỷ lệ trả cổ tức)

**CÁC PHƯƠNG TRÌNH CỦA BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN**

- (12) VLĐR = a6DT (a6 = tỷ lệ VLĐR/DT)  
 (13) TSCĐ = a7DT (a7 = tỷ lệ TSCĐ/DT)  
 (14) N = TN + N(-1) (Quan hệ kế toán)  
 (15) VCSH = VCSH(-1) + LNST - CT + CF (Quan hệ kế toán)

Ghi chú: (-1) là số liệu lấy từ bảng cân đối tài sản của năm trước, số này không đổi.

**Biểu 9.4: Hoạt động của mô hình kế hoạch hóa tài chính Công ty Fruit**

**BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH**

- (1) DT = dự báo = 2.808  
 (2) GV = 0,9DT (a1 = 0,9)  
 = 0,9(2.808) = 2.527  
 (3) LV = 0,09N (a2 = 0,09)  
 = 0,09(655,6) = 59  
 (4) TH = 0,5(DT - GV - LT) (a3 = 0,5)  
 = 0,5(2.808 - 2.527 - 59) = 111  
 (5) LNST = DT - GV - LV - TH  
 = 2.808 - 2.527 - 59 - 111 = 111

**BÁO CÁO NGUỒN VÀ SỬ DỤNG NGUỒN**

---

$$(6) KH = 0,1TSCĐ \quad (a4 = 0,1)$$

$$= 0,1(1.040) = 104$$

$$(7) TN = TVLĐR + ĐT + CT - LNST - KH - CF$$

$$= 60 + 344 + 66,6 - 111 - 104 - 0 = 255,6$$

$$(8) CF = \text{Xác định là } 0$$

$$(9) TVLĐR = VLĐR - VLĐR(-1)$$

$$= 260 - 200 = 60$$

$$(10) ĐT = KH + TSCĐ - TSCĐ(-1)$$

$$= 104 + 1.040 - 800 = 655,6$$

$$(11) CT = 0,6LNR \quad (a5 = 0,6)$$

$$= 0,6(111) = 66,6$$

---

**BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN**

---

$$(12) VLĐR = 0,93DT \quad (a6 = 0,93)$$

$$= 0,93(2.808) = 260$$

$$(13) TSCĐ = 0,37DT \quad (a7 = 0,37)$$

$$= 0,37(2.808) = 1.404$$

$$(14) N = TN + N(-1)$$

$$= 255,6 + 400 = 655,6$$

$$(15) VCSH = VCSH(-1) + LNST - CT + CF$$

$$= 600 + 111 - 66,6 - 0 = 644,4$$

---

**CÂU HỎI ÔN TẬP**

- 1- Trình bày tầm quan trọng của công tác kế hoạch hoá tài chính đối với doanh nghiệp. Liên hệ đối với các doanh nghiệp Việt Nam.
- 2- Trình bày nội dung và mô hình kế hoạch hoá tài chính doanh nghiệp

## **DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO**

-----o0o-----

### **I. TIẾNG VIỆT**

1. TS. Lưu Thị Hương, *Giáo trình Tài chính doanh nghiệp*, NXB Giáo dục, 1998
2. Nguyễn Hải Sản, *Quản trị Tài chính doanh nghiệp*, NXB Thống Kê, 2001
3. TS. Vũ Duy Hào, *Quản trị Tài chính doanh nghiệp*, NXB Tài chính, 1998
4. TS. Nguyễn Hữu Tài (Chủ biên), *Giáo trình lý thuyết tài chính tiền tệ*, NXB Thống kê 2002
5. Harold Bierman, JR. Seymour Smidt, *Quyết định dự toán vốn đầu tư*, TS. Nguyễn Xuân Thuỷ và Bùi Văn Đông; Bản dịch, NXB Thống kê, 1995.
6. Frank - John Stermole, *Đánh giá kinh tế và quyết định đầu tư trong các doanh nghiệp vừa và nhỏ*, NXB Thống kê, 1995
7. TS. Ngô Văn Quế, *Công ty cổ phần và thị trường tài chính*, NXB Lao động 2001
8. Ủy ban chứng khoán, *Giáo trình phân tích và đầu tư chứng khoán*
9. Peter Rose, *Quản trị Ngân hàng Thương mại*, NXB Tài chính 2001 (Bản dịch của Nguyễn Huy Hoàng, Nguyễn Đức Hiền và Phạm Long)
10. Ths Trần Quốc Tuấn, *Cẩm nang đầu tư chứng khoán*, NXB Thống kê - 2000

11. Trường Đại học kinh tế TP.HCM, *Lý thuyết tài chính - tiền tệ*, NXB Đại học quốc gia TP.HCM
12. Frederic S.Minshkin, *Tiền tệ, ngân hàng và thị trường tài chính*, NXB Khoa học Kỹ thuật -2001
13. Nhà XB Chính trị quốc gia, *Luata phá sản doanh nghiệp*, 1994
14. PGS.TS. Bùi Tường Trí, *Phân tích định lượng trong quản trị*, NXB Thống kê, 1995.
15. Học viện ngân hàng, *Giáo trình thị trường chứng khoán*, NXB Thống kê 2001
16. Trường Đại học Ngoại thương, *Giáo trình Thị trường chứng khoán*, NXB Giáo dục, 1998.
17. Trường Đại học Tài chính Kế toán Hà Nội, *Giáo trình TTCK*
18. Trường Đại học Kinh tế TP.HCM, *Giáo trình Thị trường chứng khoán*
19. Ủy ban chứng khoán, *Giáo trình phân tích và đầu tư chứng khoán*
20. Ủy ban chứng khoán, *Giáo trình Những vấn đề cơ bản về chứng khoán và Thị trường chứng khoán*
21. PGS.TS. Nguyễn Văn Nam, *Thị trường chứng khoán*, Hà Nội 1996
22. PTS Lý Vinh Quang, *Chứng khoán và phân tích đầu tư chứng khoán*, NXB Thống kê 1998
23. TS Nguyễn Văn Thuận, TS Lại Tiến Dĩnh, Ths Phan Thị Bích Nguyệt, *Đầu tư tài chính*, NXB Thống kê 2000.
24. Vương Quân Hoàng - Ngô Phương Chí, *Nguyên lý tài chính toán của thị trường chứng khoán*, NXBCTQG - 2000.
25. PTS. Đinh Xuân Hạ, *Quản lý và các nghiệp vụ giao dịch trên thị trường chứng khoán*, NXB Thống kê - 1999

26. TS. Bùi Lê Hà và các tác giả, *Giới thiệu về Thị trường Future và Option*, NXB Thống kê - 2000
27. PGS.TS. Lê Văn Tề, Ths Nguyễn Thị Xuân Kiều, *Phân tích thị trường tài chính*, NXB Thống kê - 2000.
28. TS. Trần Thị Thái Hà, *Nghề môi giới chứng khoán*, NXBCTQG, 2001
29. Frank - John Stermole, *Đánh giá kinh tế và quyết định đầu tư trong các doanh nghiệp vừa và nhỏ*, NXB Thống kê, 1995
30. Ủy ban chứng khoán Nhà nước và Trường Đại học Trung hoa Hồng Kông, *Khoá đào tạo về Thị trường chứng khoán* - 1998
31. Ủy ban chứng khoán NN, *Tài liệu khoá huấn luyện nâng cao về thị trường chứng khoán*
32. UBCKNN, *Đề tài cấp Bộ “Định giá cổ phiếu tại thị trường chứng khoán Việt Nam” Mã số: 02-UBCK-2000*
33. Nguyễn Đình Tài, *Sự hình thành và phát triển thị trường tài chính của nền kinh tế chuyển đổi Việt Nam*, NXBCTQG 1999
34. Huy Nam, *Thị trường chứng khoán tại sao*, NXB Trẻ - 2001
35. Vũ Ngọc Nhung - Hồ Ngọc Cẩm, *144 câu hỏi đáp về Thị trường chứng khoán Việt Nam*, NXB Thống kê -2002
36. Viện nghiên cứu tài chính - Bộ tài chính, *Từ điển thuật ngữ chứng khoán*, NXB Tài chính -1998
37. Đặng Quang Gia, *Từ điển thị trường chứng khoán*, NXB Thống kê - 2001
38. PGS.TS. Lê Văn Tư - Lê Tùng Vân, *Hiểu và sử dụng Thị trường chứng khoán*, NXB Thống kê - 1999
39. Đoàn Văn Trường - Ngô Trí Long, *Kiến thức phổ thông để kinh doanh trong thị trường chứng khoán*, NXBKHK -1995

40. PGS.TS. Trần Đình Ty, *Quản lý Nhà nước về tài chính tiền tệ*, NXB Lao động - 2002.
41. *Từ điển thuật ngữ kinh tế học*, Nhà xuất bản từ điển Bách khoa - 2001
42. PGS Mai Siêu, *Giáo trình Toán tài chính*, NXB Giáo dục - 1998
43. Lê Ngọc Tú - Nguyễn Quân, *Luận bàn mưu kế tôn tử*, NXB văn hoá thông tin - 2001
44. Vũ Ngọc Hiền, *Phòng tránh rủi ro trong đầu tư chứng khoán*, NXB Thanh niên - 2002.
45. Dean Lundell, *Bình pháp tôn tử: Kim chỉ nam trong giao dịch chứng khoán*, NXB Trẻ - 2001.
46. Heinz Richz - M.Rodeiguez, *Thị trường hối đoái và thị trường tiền tệ*, NXBCTQG - 1996.

## **II. TIẾNG ANH**

1. Charles J.Corrado & Bradford D.Jordan, *Fundamentals of Investments - Valuation and Management*, Mc Graw Hill, 2000.
2. Aswath Damodaran, *Corporate Finance - Theory and Practice*, John Wiley & Sons, Inc, Copyright 1997
3. Tim Lee, *Economics for professional Investors*, Prentice Hall Europe, copyright 1998.
4. Ross, S. "The Current Status of the Capital Asset Pricing Model (CAPM)". *Journal of Finance*, Vol. 33, No 3.
5. William F.Sharpe, *Portfolio Theory and Capital Markets*, McGraw-Hill, copyright 2000
6. ELTON/GRUBER , *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, John Wiley & Sons INC, 1985
7. Robert A. Haugen, *Modern Investment Thoery*, copyright 2001



8. Keith Cuthbertson, *Quantitative Financial Economics, Stock, Bonds and Foreign Exchange*, Wiley, copyright 1999.
9. *Risk Management and analysis, Volume 1: Measuring and Modelling Financial Risk*
10. William Sackley, *Fundamental of Corporate Finance* (Text Book and Test Bank), McGraw - Hill, 2000.
11. Richard A. Brealey and Stewart C. Myers, *Principles of Corporate Fianance*, McGraw - Hill, Inc, 1996
12. John J. Hampton, *Financial Decision Making*, Prentice Hall of India Private Ltd, 3 rd Edition, 1993.
13. Gerald I. Whete, CFA, Ashwin Paul C. Sondhi, PhD, Dov Friend, PhD, *The analysis and use of Fiananial Statements*, John Wiley & Sons, Inc, 1994.
14. Jack Clack Fracis, *Management of Investment*, Mc Graw Hill Inc, 3<sup>rd</sup> Edition, 1993.
15. Moshe Ben - Horim, *Essentials of Corporate Finance*, Allyn and Bacon, Copy right 1987.
16. Peter Shearer, *Business Forecasting and Planning*, Prentice Hall International (UK) Limited, 1994.
17. Berrard J. Winger and Nancy Mohan, *Principles of Financial Management*, Macmillan Publishing Co., 1991.
18. David M.Weiss, *After the trade is made: Processing Securities Transactions*, NewYork Institute of Finance
19. Charles B.Carlson, CFA, copyright 1996, *Buying Stock without a broker*
20. Leslie S.F. Young và Raymond C.P. Chiang, *HongKong Securities Industry*

21. Jonh Dalton, *How the stock market works*, NewYork Institute of Finance
22. John C.HULE, *Options, Futures, and other Derivative*, Prentice Hall Publishing
23. Keith Cuthbertson - NXB: Wiley, copyright 1999, *Quantitative Financial Economics*
24. Robert D.Edwards and John Magee, *Techical analysis of stock trends*, AMACOM.
25. Robert Zipf, *How the bond Market Works*, NewYork Institute of Finance
26. Steven R.Drozdeck - Karl Gretz, *The Broker Edge How to sell securities in any Market*, NewYork Institute of Finance
27. *Pass Track – Series 7 (Principles and Practices)* – Dearborn Financial Publishing
28. Charles J.Corrado & Bradford D.Jordan, *Fundamentals of Investments - Valuation and Management*, Mc Graw Hill, 2000.
29. Tim Lee, *Economics for professional Investors*, Prentice Hall Europe, copyright 1998.
30. William F.Sharpe, *Fortfolio Theory and Capital Markets*, McGraw-Hill, copyright 2000
31. ELTON/GRUBER, *Modern Fortfolio Theory and Investment Analysis*, John Wiley & Sons INC, 1985
32. Robert A. Haugen, *Modern Investment Thoery*, copyright 2001
33. Keith Cuthbertson, *Quantitative Financial Economics, Stock, Bonds and Foreign Exchange*, Wiley, copyright 1999.
34. *Risk Management and analysis, Volume 1: Measuring and Modelling Financial Risk*

35. William Sackley, *Fundamental of Corporate Finance* (Text Book and Test Bank), McGraw - Hill, 2000.
36. Aswath Damodaran, *Corporate Finance - Theory and Practice*, John Wiley & Sons, Inc, Copyright 1997
37. Richard A. Brealey and Stewart C. Myers, *Principles of Corporate Fianance*, McGraw - Hill, Inc, 1996
38. Arthur J.Keown - David F.Scott - John D.Martin - Jay William Petty, *Basic Financial Mangement*, Prentice Hall Internatinal, Inc.
39. Aswath Damodaran - Peter L.Bernstein, *Invetsment Management*, John Wiley & Sons, Inc.
40. Robert C. Pozen, *The Mutual Fund Business*, The MIT Press.
41. Ingo Walter and Roy C.Smith, *Global Capital Markets and Banking*, Mc Grall Hill.

### **III. TIẾNG PHÁP**

1. ROBERT COBBAUT, *Théorie Financière, Gestion - Economica*, 1997.
2. GABRIÉ H.ET JACQUIER J.L., *La théorie moderne de l'entreprise*
3. VAN HORNE J.C., *Principes de gestion financière*
4. MOURGUES N., *Financement et cout du capital de l'entreprise*

## MỤC LỤC

<b>Lời giới thiệu</b>	<b>3</b>
<b>CHƯƠNG 1: TỔNG QUAN VỀ TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP</b>	<b>7</b>
<b>1.1. Doanh nghiệp</b>	<b>7</b>
1.1.1. Khái niệm và phân loại	7
1.1.2. Môi trường hoạt động của doanh nghiệp.	9
<b>1.2 Khái niệm tài chính doanh nghiệp</b>	<b>10</b>
<b>1.3 Cơ sở tài chính doanh nghiệp và các dòng tiền.</b>	<b>11</b>
<b>1.4 Các nội dung cơ bản về quản lý tài chính doanh nghiệp</b>	<b>14</b>
<b>1.5 Mục tiêu quản lý tài chính doanh nghiệp</b>	<b>16</b>
<b>1.6 Vai trò quản lý tài chính doanh nghiệp</b>	<b>17</b>
<b>1.7 Nguyên tắc quản lý tài chính doanh nghiệp</b>	<b>18</b>
<b>1.8 Bộ máy quản lý tài chính</b>	<b>22</b>
<b>Câu hỏi ôn tập Chương 1</b>	<b>23</b>
<b>CHƯƠNG 2: PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP</b>	<b>24</b>
<b>2.1 Mục tiêu phân tích tài chính</b>	<b>24</b>
2.1.1 Phân tích tài chính đối với nhà quản trị	24
2.1.2 Phân tích tài chính đối với nhà đầu tư	25
2.1.3 Phân tích tài chính đối với người cho vay	25
<b>2.2 Thu thập thông tin sử dụng trong phân tích tài chính</b>	<b>26</b>
2.2.1 Bảng Cân đối kế toán	27
2.2.2 Báo cáo kết quả kinh doanh	28
2.2.3 Ngân quỹ (Báo cáo lưu chuyển tiền tệ)	29
<b>2.3 Phương pháp và nội dung phân tích tài chính</b>	<b>30</b>
2.3.1 Phương pháp phân tích tài chính	30
2.3.2. Nội dung phân tích tài chính	31
<b>Câu hỏi ôn tập Chương 2</b>	<b>49</b>

<b>CHƯƠNG 3: QUẢN LÝ NGUỒN VỐN CỦA DOANH NGHIỆP</b>	<b>50</b>
<b>3.1. Tổng quan về vốn của doanh nghiệp</b>	<b>50</b>
<b>3.2. Các nguồn vốn của doanh nghiệp và phương thức huy động</b>	<b>50</b>
3.2.1. Nguồn vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp	51
3.2.2. Nợ và các phương thức huy động nợ của doanh nghiệp	57
<b>Câu hỏi ôn tập Chương 3</b>	<b>62</b>
<b>CHƯƠNG 4: QUẢN LÝ ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP</b>	<b>63</b>
<b>4.1. Đầu tư và vai trò của hoạt động đầu tư đối với doanh nghiệp</b>	<b>63</b>
4.1.1. Khái niệm	63
4.1.2. Phân loại đầu tư	63
4.1.3. Ý nghĩa và các nhân tố ảnh hưởng tới quyết định đầu tư	65
<b>4.2. Các chỉ tiêu phân tích tài chính dự án đầu tư</b>	<b>66</b>
4.2.1. Chỉ tiêu giá trị hiện tại ròng (NPV)	66
4.2.2. Chỉ tiêu tỷ lệ hoàn vốn nội bộ (IRR)	68
4.2.3. Chỉ tiêu thời gian hoàn vốn	71
<b>4.3. Xác định luồng tiền của dự án đầu tư</b>	<b>73</b>
4.3.1. Các luồng tiền của dự án	73
4.3.2. Các báo cáo tài chính dự toán và phương pháp xác định luồng tiền của dự án	76
4.3.3. Một số trường hợp đặc biệt	78
<b>4.4. Phân tích và đánh giá dự án</b>	<b>82</b>
4.4.1. Đánh giá dự tính về NPV	82
4.4.2. Phân tích tình huống và các phân tích khác	83
4.4.3. Phân tích hoà vốn	89
<b>4.5. Đầu tư chứng khoán</b>	<b>92</b>
4.5.1. Đặc điểm của đầu tư chứng khoán	92
4.5.2. Vai trò của hoạt động đầu tư chứng khoán	93
4.5.3. Phân loại đầu tư chứng khoán	94
4.5.4. Phân tích, ra quyết định đầu tư chứng khoán	94
<b>Câu hỏi ôn tập Chương 4</b>	<b>95</b>

<b>CHƯƠNG 5: DOANH LỢI, RỦI RO TRONG HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ</b>	<b>96</b>
<b>5.1. Khái quát chung về doanh lợi và rủi ro</b>	<b>96</b>
5.1.1. Doanh lợi tuyệt đối và doanh lợi tương đối	96
5.1.2. Doanh lợi thực tế và doanh lợi danh nghĩa	97
5.1.3. Doanh lợi bình quân	98
5.1.4. Rủi ro và mức bù đắp rủi ro	99
5.1.5. Phương sai và độ lệch tiêu chuẩn về số liệu thống kê theo thời gian của doanh lợi	100
<b>5.2. Doanh lợi, rủi ro và đường thị trường chứng khoán</b>	<b>102</b>
5.2.1. Doanh lợi dự kiến.	102
5.2.2. Tính toán phương sai của doanh lợi dự kiến	105
5.2.3. Danh mục đầu tư	106
5.2.4. Rủi ro, doanh lợi có hệ thống và không có hệ thống.	109
5.2.5. Đa dạng hoá và rủi ro của danh mục đầu tư.	111
5.2.6. Rủi ro có hệ thống và hệ số beta.	114
5.2.7. Đường thị trường chứng khoán	116
<b>Câu hỏi ôn tập Chương 5</b>	<b>124</b>
<b>CHƯƠNG 6: CHI PHÍ VỐN VÀ CƠ CẤU VỐN</b>	<b>125</b>
<b>6.1. Khái niệm chi phí vốn</b>	<b>125</b>
<b>6.2. Chi phí của các loại vốn</b>	<b>126</b>
6.2.1. Chi phí của nợ vay	126
6.2.2. Chi phí vốn chủ sở hữu	127
6.2.3. Chi phí trung bình của vốn	133
6.2.4. Chi phí cận biên của vốn	134
<b>6.3. Cơ cấu vốn của doanh nghiệp</b>	<b>141</b>
6.3.1 Mục tiêu cơ cấu vốn	141
6.3.2 Xác định cơ cấu vốn mục tiêu	142
<b>Câu hỏi ôn tập Chương 6</b>	<b>150</b>

<b>CHƯƠNG 7: DOANH THU, CHI PHÍ VÀ LỢI NHUẬN CỦA DOANH NGHIỆP</b>	<b>151</b>
<b>7.1. Chi phí của doanh nghiệp</b>	<b>151</b>
7.1.1. Chi phí sản xuất và chi phí tiêu thụ sản phẩm.	152
7.1.2. Chi phí hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp	155
7.1.3. Chi phí hoạt động tài chính và chi phí hoạt động bất thường	156
<b>7.2. Doanh thu tiêu thụ sản phẩm và thu nhập của doanh nghiệp</b>	<b>157</b>
7.2.1. Tiêu thụ sản phẩm và doanh thu tiêu thụ sản phẩm của doanh nghiệp	157
7.2.2. Doanh thu của doanh nghiệp	157
<b>7.3. Lợi nhuận của doanh nghiệp (Thu nhập của doanh nghiệp)</b>	<b>158</b>
7.3.1. Khái niệm lợi nhuận của doanh nghiệp	158
7.3.2. Phân phối lợi nhuận	159
<b>7.4. Một số loại thuế chủ yếu đối với doanh nghiệp</b>	<b>162</b>
7.4.1. Thuế giá trị gia tăng (VAT)	162
7.4.2. Thuế tiêu thụ đặc biệt	164
7.4.3. Thuế thu nhập doanh nghiệp	164
7.4.4. Một số loại thuế khác	165
<b>Câu hỏi ôn tập Chương 7</b>	<b>165</b>
<b>CHƯƠNG 8: QUẢN LÝ TÀI SẢN TRONG DOANH NGHIỆP</b>	<b>166</b>
<b>8.1. Quản lý tài sản lưu động</b>	<b>166</b>
8.1.1. Khái niệm và phân loại tài sản lưu động của doanh nghiệp	166
8.1.2. Quản lý tài sản lưu động	170
<b>8.2. Quản lý tài sản cố định và quỹ khấu hao</b>	<b>186</b>
8.2.1. Khái niệm và phân loại TSCĐ	186
8.2.2. Quản lý TSCĐ	189
<b>Câu hỏi ôn tập Chương 8</b>	<b>196</b>
<b>CHƯƠNG 9: KẾ HOẠCH HÓA TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP</b>	<b>197</b>
<b>9.1. Tổng quan về kế hoạch hóa tài chính</b>	<b>197</b>
9.1.1. Phạm vi kế hoạch hóa tài chính	198
9.1.2. Kế hoạch hóa tài chính và các dự báo tài chính	198
<b>Trường Đại học Kinh tế Quốc dân</b>	<b>371</b>

<b>9.2. Nội dung của một kế hoạch tài chính hoàn chỉnh</b>	<b>199</b>
9.2.1. Kế hoạch hoá nguồn vốn (nguồn tài trợ)	200
9.2.2. Các yêu cầu cần thiết để kế hoạch hóa có hiệu quả	200
9.2.3. Kế hoạch hóa tài chính và quản lý một tập hợp các "quyền".	203
<b>9.3. Các mô hình kế hoạch hóa tài chính</b>	<b>204</b>
<b>Câu hỏi ôn tập Chương 9</b>	<b>211</b>
<b>CHƯƠNG 10: TÁI CẤU TRÚC DOANH NGHIỆP</b>	<b>212</b>
<b>10.1. Sáp nhập và mua lại doanh nghiệp</b>	<b>212</b>
10.1.1. Khái niệm và sự cần thiết sáp nhập và mua lại doanh nghiệp	212
10.1.2. Vấn đề tài chính trong sáp nhập và mua lại doanh nghiệp	214
<b>10.2. Phá sản và thanh lý doanh nghiệp</b>	<b>219</b>
10.2.1 Phá sản doanh nghiệp	219
10.2.2. Thanh lý tài sản khi doanh nghiệp phá sản	220
<b>Câu hỏi ôn tập Chương 10</b>	<b>221</b>
<b>Tài liệu tham khảo</b>	<b>223</b>
<b>Phụ lục: Một số Luật và Nghị định liên quan đến quản lý tài chính doanh nghiệp ở Việt Nam</b>	<b>230</b>
- Luật doanh nghiệp	231
- Luật VAT	277
- Luật Thuế Thu nhập doanh nghiệp	290
- Luật phá sản doanh nghiệp	303
- Nghị định của Chính phủ Số 03/2000/NĐ-CP ngày 03 tháng 02 năm 2000 hướng dẫn thi hành một số điều của Luật Doanh nghiệp	318
- Nghị định 59/CP ngày 3 Tháng 10 Năm 1996 ban hành Quy chế Quản lý Tài chính và hạch toán kinh doanh đối với Doanh nghiệp Nhà nước.	342
Nghị định của Chính phủ số 27/CP ngày 20 tháng 4 năm 1999 về việc sửa đổi, bổ sung Quy chế quản lý tài chính và hạch toán kinh doanh đối với doanh nghiệp Nhà nước ban hành kèm theo Nghị định số 59/CP ngày 3/10/1996 của Chính phủ	360